

证券研究报告

2025年02月05日

行业报告：行业深度研究

电力设备

为什么推荐EV类零部件中游：格局优、延展性强、拐点明确

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

复盘2023-2024年，2023年初至2024H1 EV类零部件企业股价整体下跌，2024H2出现拐点

我们选取新能源业务占比较高的EV类零部件企业法拉电子（薄膜电容）、中熔电气（熔断器）、浙江荣泰（云母）、宏发股份（继电器）、铂科新材（合金软磁）、科达利（锂电结构件），除铂科新材与AI数据中心相关的芯片电感带来超额收益，其余公司在2023-2024H1股价出现较大幅度下跌，原因为：

1) 新能源汽车：2023年降价贯穿全年，2024年降价规模进一步显著扩大。2024年汽车市场降价涉及227款车型，远超2023年的148款及2022年的95款。

2) 光储：2023H2开始中国逆变器企业出口金额下滑，去库存压力加大。

车企降价压力传导至供应链，2023-2024年零部件降价压力较大。一些车企打破行业“年降”惯例，要求供应商每半年甚至每季度降价，降幅预期也从3%、5%一路涨到15%、20%。背后的本质问题：供过于求，市场担心需求放缓、格局被破坏后长期成长性不复存在。而我们认为时间是最好的检验器，真正有壁垒格局好的类零部件中游在24年出现拐点，这类企业共同特征可总结为：格局优、出海加速，下游延展性强，具体我们将各公司分析如下：

法拉电子

- ✓ 24Q2盈利拐点，毛利率环比恢复+产能利用率提升，而背后最重要的变化是车端价格战结束，格局优化。
- ✓ 后续收入增长来自：1) 电动车业务占比提升 2) 海外收入占比提升；利润率有望继续提升，主要来自原材料自制及基膜降本。
- ✓ 中长期看，薄膜电容下游数据中心、柔性直流输电有望成为公司新增长点。相比其它电容，薄膜电容在温度、频率等方面表现稳定，契合数据中心UPS发展趋势。高频化技术可以提高UPS电源的转换效率，降低能耗和噪音。

中熔电气

- ✓ 24Q2盈利拐点，毛利率逐季度提升，产品结构升级+降本为主要原因。
- ✓ 后续收入增长来自：1) 电动车海外市占率提升 2) 激励熔断器渗透率提升；利润率方面，新产品占比提升（激励熔断器、定制化解决方案等）有望使利润率提升。
- ✓ 第二增长曲线：1) 品类拓张：集成化产品，将更多器件集成化、模块化、智能化，2) 下游延展：熔断器用于数据中心，中熔主要客户有华为、维谛、中恒电气等。

摘要

浙江荣泰

- ✓ 2024年Q1-3业绩保持高增，主要收入来自新能源汽车。
- ✓ 公司后续收入增长来自：1) 海外收入占比提升：2024H1公司海外收入2.4亿元，YOY+65%，营收占比达到49%。2) 产品品类拓张：从云母材料拓展至非云母材料，为北美新能源车客户供应新型轻量化安全结构件。
- ✓ 从竞争情况看，浙江荣泰与平安电工均坚持技术创新，而非低价竞争。2024H1平安电工毛利率36.8%，浙江荣泰为33.7%。
- ✓ 第二增长曲线：荣泰与特斯拉、大众等海外一线车企合作，我们认为相比新进入机器人链的公司能更快响应客户要求，有望在机器人领域获得先发优势。

铂科新材

- ✓ 收入拐点在24Q1，主要原因为下游光伏逆变器需求恢复+通信等行业起量。毛利率24Q2起逐步回升，原因为产能利用率提升。
- ✓ 合金软磁粉芯收入增长来自：1) 新能源汽车&充电桩 2) 通讯、服务器电源&UPS；利润率提升来自：1) 产品向高频高功率迭代，持续先发优势 2) 自动化率提升降本增效。
- ✓ 第二增长曲线：芯片电感随万物AI化应用场景延展，公司芯片电感进入多家知名厂商供应链，同时储备AI笔记本、平板等新产品。

宏发股份

- ✓ 在宏观经济形势弱增长情况下，公司仍实现稳步增长。
- ✓ 收入增长来自：1) 市占率稳步提升：功率继电器、高压直流继电器、传统车继电器等持续提升份额；2) 海外布局加速：2023年宏发第一家海外工厂印尼宏发取得突出业绩，销售回款达到 2.44 亿人民币，同比增长 157%。德国工厂在2024年实现封顶，贴近核心客户。利润率提升来自：自动化率提升+核心零部件自制。
- ✓ 第二增长曲线：1) 新门类扩张：主营继电器业务之外，促进低压电器、薄膜电容器、连接器、电流传感器、熔断器五大新门类产品发展；2) 数据中心：宏发为数据中心二级/三级供应商，继电器、开关电气等产品用于数据中心电力保护。

科达利

- ✓ 22年至今公司盈利能力保持在较好水平。
- ✓ 公司结构件产品占据全球34%市场份额，我们认为后续大的增长点在海外。
- ✓ 第二增长曲线：机器人相关有两个子公司【科盟】和【伟达立】。公司立足于全球市场，着眼于人形机器人在工业领域未来的发展潜力，进军机器人赛道，通过谐波减速器等产品业务，拓展人形机器人关节部件领域。

风险提示：电动车需求不及预期、行业竞争激烈、新产品开发不及预期、贸易政策影响、原材料成本大幅上涨等。

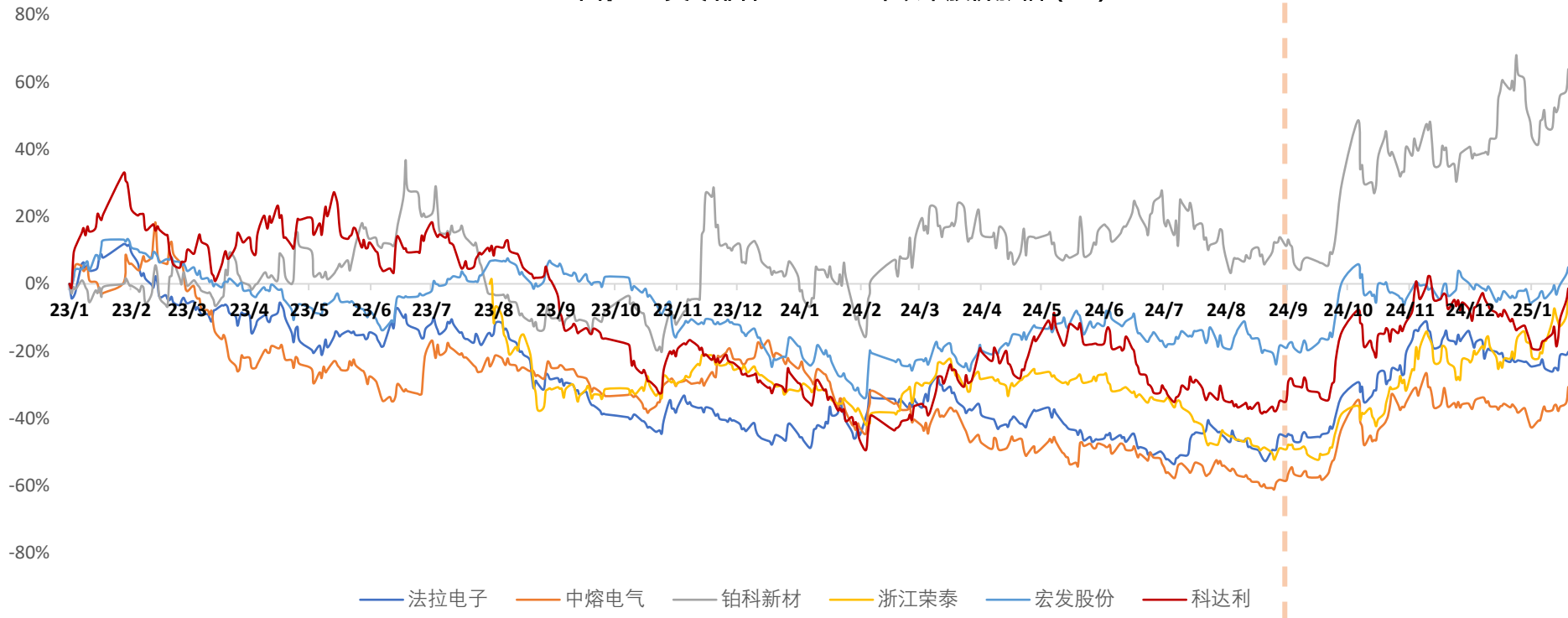
复盘2023-2024年，2023-2024H1股价下跌， 2024H2出现拐点

复盘2023-2024年，2023年初至2024H1 EV类零部件企业股价整体下跌，2024H2出现拐点

□EV类零部件公司在2023H2-2024H1股价经历大幅下跌。我们选取新能源业务占比较高的EV类零部件企业法拉电子（薄膜电容）、中熔电气（熔断器）、浙江荣泰（云母）、宏发股份（继电器）、铂科新材（合金软磁）、科达利（锂电结构件），除铂科新材之外（芯片电感与AI数据中心相关，有超额收益），其余公司都在2023年-2024H1股价出现较大幅度下跌。

□2024H2出现股价拐点，基本面改善叠加公司自身alpha。EV类零部件公司在2024H2股价有所回升，行业层面，新能源汽车销量、光储需求在下半年有所恢复，但更重要的是这类企业通过规模提升、降本增效等实现利润率回升，业绩层面出现拐点。

图：EV类零部件企业2023年以来股价涨幅（%）



新能源车：1) 2023年以来降价压力大；2) 销量增速放缓

□2023年降价贯穿全年，2024年降价规模进一步显著扩大。2023年汽车降价情况贯穿全年。2023年年初，在不少车企因新能源补贴取消而计划涨价时，特斯拉两款主力车型降价2万元至3万元，拉开了2023年“价格战”的序幕。进入暑期，蔚来汽车全系降价3万元以提振销量，不少车企也跟风降价或推出限时优惠举措。此后的“金九银十”期间，“价格战”风潮延续，特斯拉、比亚迪、小鹏、上汽大众等车企纷纷推出优惠补贴。根据乘联分会秘书长崔东树通过其公众号发布《2024年冬季价格战降温、市场火爆增量》一文，2024年全年汽车市场降价规模显著扩大，涉及227款车型，远超2023年的148款及2022年的95款。

□销量方面，尤其2023H2中国新能源汽车销量增速放缓，车企降价以提振销量。2022-2024年中国新能源汽车销量分别为687、945、1286万辆，同比增长106%、37%、36%。分月度看，2023年H2增速放缓明显，8-11月销量分别为84.6、90.4、95.6、102.6万辆，同比增速度在35%以下，销量增速放缓也对车企业绩形成一定压力，通过降价以提振销量。

表：中国新能源汽车月度销量（万辆）及增速（%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
销量（万辆）												
2022	43.1	33.4	48.4	29.9	44.7	59.6	59.3	66.6	70.8	71.4	78.6	81.4
2023	40.8	52.5	65.3	63.6	71.7	80.6	78.0	84.6	90.4	95.6	102.6	119.1
2024	72.9	47.7	88.3	85.0	95.5	104.9	99.1	110.0	128.7	143.0	151.2	159.6
YOY												
2022	141%	204%	114%	45%	106%	133%	119%	108%	98%	86%	75%	53%
2023	-5%	57%	35%	113%	60%	35%	32%	27%	28%	34%	30%	46%
2024	79%	-9%	35%	34%	33%	30%	27%	30%	42%	50%	47%	34%

光储：2023H2开始中国逆变器企业出口金额下滑，去库存压力加大

- 欧洲市场需求明显下滑，去库存压力加大。欧洲为全球最大的户用光伏与储能市场，2023年之前将近3年时间内，俄乌冲突、能源危机，让全球逆变器市场规模大幅增长。但2023年市场需求出现明显下滑，欧洲去库存压力加大。
- 中国逆变器企业面临清库存压力，出口金额2023H2起连续下滑。2023年下半年开始，受库存影响，中国逆变器对外出口金额连续下滑。2023年3月中国逆变器企业单月出口金额达11.6亿美元，同比增长148%，而在2024年3月单月出口金额仅6亿美元，同比下降49%。出口金额在2024年7月起有所好转，出口金额同比增速转正，但2024年末光伏行业逆变器企业仍面临清库存的压力，需求疲软、存货高企。我们认为光储需求疲软也传导至上游零部件环节，导致上游企业产能利用率降低且降价压力大。

表：中国逆变器企业月度出口金额（亿美元）及增速（%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
出口额（亿美元）												
2022	4.9	3.5	4.7	5.4	5.9	7.1	8.8	9.6	9.6	9.6	10.5	10.0
2023	10.8	8.7	11.6	10.0	10.9	9.5	7.6	6.9	6.5	5.5	5.6	6.0
2024	5.7	4.5	6.0	6.9	7.8	9.2	7.9	8.6	6.8	6.6	6.1	6.7
YOY												
2022	39%	4%	53%	46%	75%	63%	118%	96%	96%	101%	103%	66%
2023	118%	149%	148%	85%	84%	34%	-13%	-28%	-33%	-43%	-47%	-40%
2024	-47%	-48%	-49%	-31%	-28%	-4%	3%	25%	5%	19%	9%	12%

零部件企业24Q2开始出现拐点，降本增效+规模提升使得利润率修复

- 车企降价压力传导至供应链，2023-2024年零部件降价压力较大。由于中国平均车价加速下降，一些车企打破行业“年降”惯例，要求供应商每半年甚至每季度降价，降幅预期也从3%、5%一路涨到15%、20%。
- 以法拉电子为例，业绩层面24Q1阶段性见底，24Q2出现拐点。法拉电子24Q1毛利率33.1%，同比下降4.6pct，我们认为与整车降价传导到零部件降价有关。随着收入规模扩大及公司降本增效，毛利率在24Q2、Q3恢复至34.9%、34.2%。归母净利润也在24Q2、Q3恢复正增长，分别为2.7、2.9亿元，同比增长2.5%、31%。
- 单季度期间费用相对稳定，随规模提升成本得到分摊。2024年收入、利润增速显著恢复，而费用端相对平稳。法拉24年Q1-3期间费用分别为0.9、0.9、1.1亿元，单季度费用较为稳定。随着收入增速提升，毛利率恢复，而费用得到分摊，后续公司的利润增速有望超过收入增速。

表：法拉电子分季度财务数据

	营业收入（亿元）	YOY	归母净利润（亿元）	YOY	毛利率(%)	期间费用率(%)	净利率(%)	期间费用（亿元）
23Q1	9.3	11%	2.3	13.1%	37.7%	8.3%	24.9%	0.8
23Q2	10.4	13%	2.6	14.2%	39.8%	6.5%	25.1%	0.7
23Q3	9.0	-15%	2.2	-13.8%	38.5%	10.1%	24.9%	0.9
23Q4	10.1	-1%	3.1	-1.9%	38.3%	10.5%	30.8%	1.1
24Q1	9.8	5%	2.2	-6.8%	33.1%	9.2%	22.0%	0.9
24Q2	11.4	9%	2.7	2.5%	34.9%	8.0%	23.5%	0.9
24Q3	13.2	47%	2.9	31.0%	34.2%	8.1%	22.1%	1.1

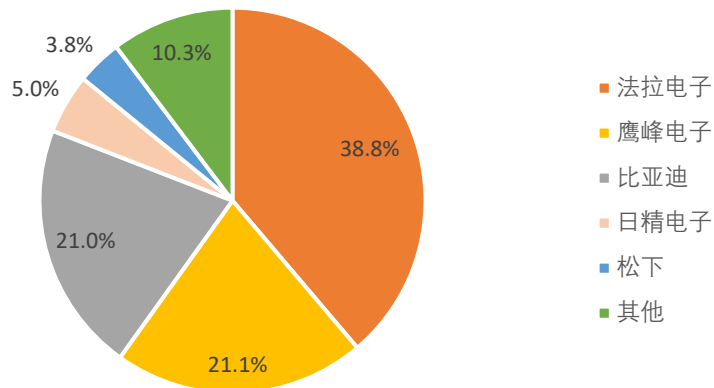
看好EV类零部件原因：1) 竞争格局优；2) 出海业务有望加速；3) 产品品类延展

□ 法拉、中熔等都为细分赛道龙头。薄膜电容领域，法拉在2023年中国新能源汽车直流支撑（DC-Link）薄膜电容市占率达到38.8%，鹰峰电子为21.1%；熔断器领域，2019年中熔在国内新能源汽车用熔断器市占率已超过50%。

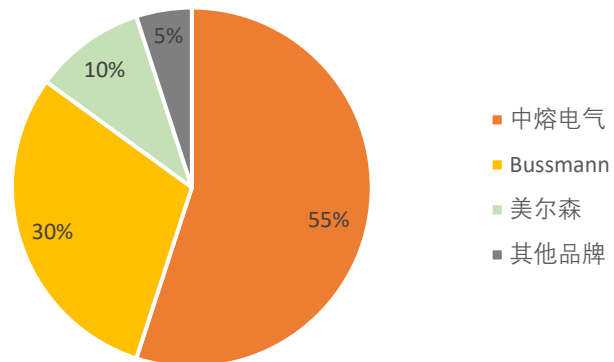
□ 出海业务有望加速，海外占比提升带动整体利润率提升。海外车企定点项目25年逐步投产，中熔在23年10月、12月分别公告收到德国某头部车企某项目Tier 1 全球独家定点；浙江荣泰2024H1海外收入2.4亿元，YOY+65%，营收占比达到49%。由于海外毛利率高于国内，随着海外收入占比提升整体利润率有望改善。

□ 产品品类延展，打造第二成长曲线。浙江荣泰从云母材料拓展至非云母材料，拓宽新产品品类，轻量化结构件产品已获得北美某新能源车客户定点；中熔在2024年12月与宁波高石电测并购合作签约，高石电测在电流传感器领域有深厚的研发经验与实力，中熔有望拓展传感器领域相关新品类。

图：2023年中国新能源汽车直流支撑（DC-Link）薄膜电容市占率（%）



图：2019年国内新能源汽车用熔断器市场占有率（%）



核心标的1：法拉电子

24Q2盈利拐点，毛利率环比恢复

- 法拉电子业绩拐点出现在24Q2，归母净利同比增速转正。法拉24Q2归母净利2.7亿元，同比增长2.5%，环比增长23.6%。公司在24Q2收入、毛利率均有提升，营收11.4亿元，同比增长9%，环比增长16%；毛利率34.9%，同比-4.9pct，环比+1.8pct。
- 营收规模提升、降本增效使得利润率改善。公司收入端环比恢复，我们认为规模扩大对毛利率起到正向贡献作用。公司在各部门积极推行降本增效工作，提高设施利用率，提高公司运营质量。零部件行业年度议价为惯例，通常降价在年初，因此Q1的毛利率压力较大。随着公司持续进行降本增效，利润率在后面几个季度得到改善。

表：法拉电子分季度财务数据

	营业收入（亿元）	YOY	归母净利（亿元）	YOY	毛利率(%)	期间费用率(%)	净利率(%)	期间费用（亿元）
23Q1	9.3	11%	2.3	13.1%	37.7%	8.3%	24.9%	0.8
23Q2	10.4	13%	2.6	14.2%	39.8%	6.5%	25.1%	0.7
23Q3	9.0	-15%	2.2	-13.8%	38.5%	10.1%	24.9%	0.9
23Q4	10.1	-1%	3.1	-1.9%	38.3%	10.5%	30.8%	1.1
24Q1	9.8	5%	2.2	-6.8%	33.1%	9.2%	22.0%	0.9
24Q2	11.4	9%	2.7	2.5%	34.9%	8.0%	23.5%	0.9
24Q3	13.2	47%	2.9	31.0%	34.2%	8.1%	22.1%	1.1

收入增长来自：1) 电动车业务占比提升 2) 海外收入占比提升

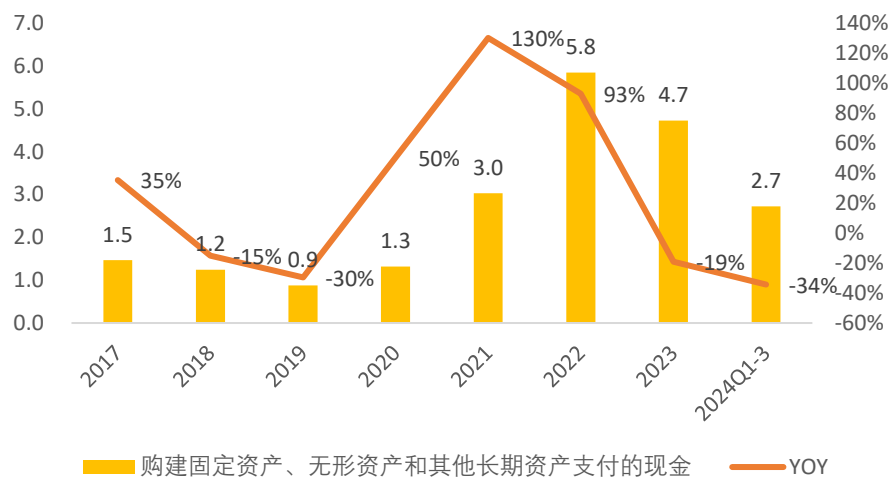
□ 资本开支仍在投入，海外业务业务有望成为重点。法拉电子2020-2022年资本开支大幅增加，2020年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金1.3亿，同增50%；2021年3亿，同增130%；资本开支在2023年、2024Q1-3增速放缓，但后续海外工厂仍有投资。法拉电子在2024年8月发布关于海外投资项目的公告，拟在匈牙利投资建设全资子公司，主营薄膜电容器的生产制造。法拉2024H1海外营收4.7亿元，营收占比为22%。

□ 电动车全球市占率仍有提升空间，收入占比有望提升。新能源车方面，法拉电子与博世、大陆汽车、联合汽车电子和汇川等合作，提供定制化的车用薄膜电容，全球市占率30%以上；新能源领域，法拉是华为、阳光、固德威、维斯塔斯等主流逆变器和变流器的供应商，全球市占率60%左右。法拉电子在电动车的全球市占率低于新能源领域，随着海外业务扩容市占率有望提升，同时电动车业务在公司的营收占比也有望提升。

表：法拉电子海外收入、毛利率（亿元、%）

	单位	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
国内							
营收	亿元	12.5	19.6	28.2	28.7	14.5	16.1
YOY			57%	44%	2%		11%
毛利率	%	44.2%	42.6%	38.2%	38.4%		33.2%
营收占比	%	66%	70%	74%	74%	73%	76%
海外							
营收	亿元	6.1	7.8	9.2	9.3	4.9	4.7
YOY			28%	19%	1%		-5%
毛利率	%	40.7%	35.4%	32.8%	34.7%		52.7%
营收占比	%	32%	28%	24%	24%	25%	22%
营收	亿元	18.9	28.1	38.4	38.8	19.7	21.2
YOY			49%	36%	1%		7%

图：法拉电子购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）及增速（%）

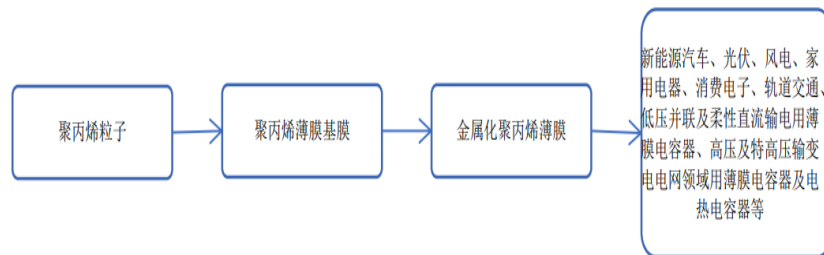


利润率变化：毛利率、净利率有望逐步提升，来自原材料自制及基膜降本

□ 薄膜电容最重要的原材料为基膜，成本占比高。基膜在很大程度上决定薄膜电容的性能，且占据材料成本的 60-70%。按照电介质材料的不同，基膜又可分为聚酯膜（PET）、聚丙烯膜（PP）、聚苯硫醚膜（PPS）等，其中聚酯膜和聚丙烯膜较为主流。

□ 基膜供给释放，价格有望下降。2020-2022年聚丙烯薄膜价格不断上涨，以铜峰电子聚丙烯膜售价为例，销售均价分别为3.54、4.44、6.28万/吨。根据铜峰电子23年定增项目，2015年10月公司建成新能源用薄膜产能1400吨，定增项目达产后新能源薄膜产能4100吨，其中第一条产线23Q4开始生产，第二条产线24年4月开始安装。

图：薄膜电容产业链



表：铜峰电子2023年定增项目

表：聚丙烯薄膜销售价格（万元/吨）

	2020年	2021年	2022年
2μm聚丙烯薄膜	11.06	12.67	13.16
3μm聚丙烯薄膜	3.54	4.44	6.28
4μm聚丙烯薄膜	2.54	2.87	4.65
5μm聚丙烯薄膜	2.17	2.48	3.94
再生粒子	0.68	0.72	0.69

项目	本次募投项目	前次募投项目实际投资情况
项目名称	铜峰电子新能源用超薄型薄膜材料项目	“新能源用新型薄膜材料项目”、“智能电网用新型薄膜材料技改项目”
产品及产能	项目建成达产后将形成年产 2 μm 超薄型聚丙烯薄膜 1,300 吨, 3 μm 超薄型聚丙烯薄膜 1,500 吨, 4 μm 超薄型聚丙烯薄膜 650 吨, 5 μm 超薄型聚丙烯薄膜 650 吨以及 2,100 吨再生粒子的生产能力。	2015 年 10 月建成新能源用薄膜生产线一条, 形成年产新能源用超薄型薄膜材料 1400 吨的生产能力, 目前可用于批量生产 3 μm 以下超薄型聚丙烯薄膜; 2015 年 10 月建成智能电网用新型薄膜生产线一条, 形成年产智能电网用薄膜材料 2,500 吨的生产能力, 目前主要用于生产 12-18 μm 智能电网用新型薄膜。
产品应用领域	本次募投项目生产的 3 μm 及以下聚丙烯薄膜主要用于新能源汽车用薄膜电容器, 3 μm-5 μm (含) 聚丙烯薄膜主要用于新能源汽车、光伏、风电用薄膜电容器。	“新能源用新型薄膜材料项目”生产的 3 μm 及以下聚丙烯薄膜主要用于新能源汽车用薄膜电容器, 3 μm-5 μm (含) 聚丙烯薄膜主要用于新能源汽车、光伏、风电用薄膜电容器。“智能电网用新型薄膜材料技改项目”生产的新型薄膜主要用于特高压电网、电网智能控制用电容器。

第二增长曲线：数据中心、柔性直流输电等下游有望迎来新增长点

- **薄膜电容在UPS中起到稳压、噪声去除等作用。**UPS是在发生停电或电压变动时，暂时提供稳定电力，用来保护设备的装置。用于UPS的薄膜电容器在噪声去除和电压稳定化等方面发挥作用。随着云技术和数据中心的发展，UPS的需求增加，而UPS用薄膜电容器的重要性也在提升。薄膜电容通过设计可提高UPS的可靠性、安全性。法拉电子工业控制方面的下游客户有麦格米特、ABB、西门子和台达等，有望在数据中心领域发挥优势。
- **相比其它电容，薄膜电容在温度、频率等方面表现稳定，契合数据中心UPS发展趋势。**薄膜电容相比其它电容优势在于：1) 更低的寄生效应 2) 温度、频率方面表现稳定 3) 耐高纹波电流能力 4) 自修复特性。高频化技术可提高UPS电源的转换效率，降低能耗和噪音；而大功率化则能满足大型数据中心、工业制造等领域对UPS电源高功率输出的需求。
- **柔性直流输电用薄膜电容有望实现逐步国产替代。**随着中国柔性直流输电技术的发展，用于柔直工程的关键部件之一的直流支撑电容器的问题突显出来。而直流支撑电容器依赖进口，一定程度上制约了中国柔直技术的发展。2017年起，中国对柔性直流输电用直流支撑电容器的研发提上计划议程。不仅国内各大电容器厂开始布局直流支撑电容器，国家电网公司、中国南方电网公司以及各大院校、科研机构也相继专题研究直流支撑电容器，有望逐步实现国产替代。

表：薄膜电容在UPS中的用途

用途	作用
输入滤波器	用于UPS的电源输入部分，去除来自外部的电气噪声。由此来确保UPS内的电子设备稳定运行。
缓冲电路	抑制电源电路中开关开启/关闭时产生的过电压和尖峰电压。由此来保护电路，防止故障。
平滑电路	将电流转换为平滑的直流电。由此来确保UPS输出的电力稳定，连接的设备能够安全运行。
输出滤波器	降低噪声和纹波，将对负载设备的影响控制在最小限度内。

核心标的2：中熔电气

24Q2盈利拐点，毛利率逐季度提升，产品结构升级+降本为主要原因

- 中熔业绩拐点出现在24Q2，Q2、Q3毛利率逐季度提升。中熔24Q1毛利率38%，同比下降2.9pct，但24Q2、Q3分别为38.6%、39.1%，环比提升0.6、0.5pct。由于收入端保持较高增速，24Q1-3营收分别为2.7、3.2、3.7亿元，同比增长16.1%、23.4%、41.6%，规模效应得到体现。公司也持续加强成本管理，积极推进自动化改造，实现降本增效。
- 激励熔断器占比提升，产品结构升级使毛利率提升。激励熔断器随快充趋势快速上量，产品结构提升。中熔24H1激励熔断器营收0.49亿元，超过2023年全年激励熔断器收入。随着快充车型上量，中熔激励熔断器渗透率有望快速提升，且改善整体毛利率水平。

表：中熔电气分季度财务数据

	营业收入（亿元）	YOY	归母净利（亿元）	YOY	毛利率(%)	期间费用率(%)	净利率(%)	期间费用（亿元）
23Q1	2.3	58.7%	0.33	-2.1%	40.9%	25.7%	14.0%	0.60
23Q2	2.6	65.3%	0.24	-20.0%	40.6%	26.0%	9.2%	0.68
23Q3	2.6	47.3%	0.29	-8.1%	40.7%	26.5%	10.9%	0.70
23Q4	3.0	11.4%	0.32	-46.6%	41.3%	27.8%	10.4%	0.84
24Q1	2.7	16.1%	0.27	-17.3%	38.0%	28.3%	10.0%	0.76
24Q2	3.2	23.4%	0.38	58.2%	38.6%	23.4%	11.9%	0.76
24Q3	3.7	41.6%	0.55	90.9%	39.1%	20.3%	14.7%	0.76

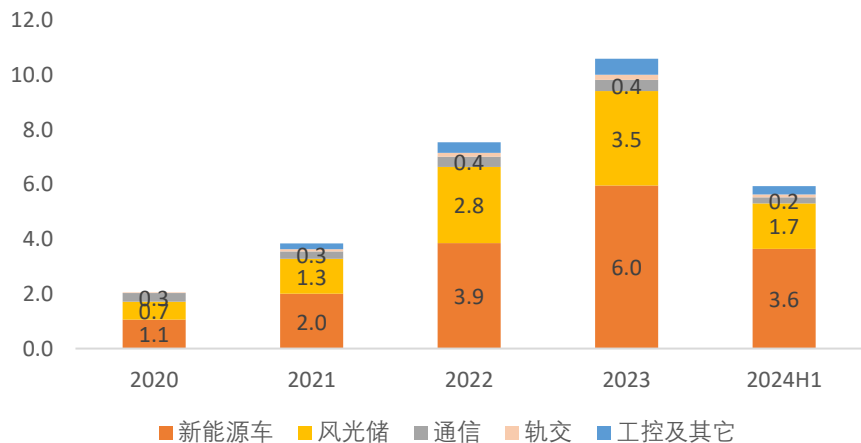
收入增长：1) 电动车海外市占率提升 2) 激励熔断器渗透率提升

□ 24Q1-3收入高增，增长主要来自新能源车。Q1-3中熔营收9.66亿元，YOY+27.5%；归母净利1.2亿元，YOY+40.4%。从营收结构看，2024H1新能源车营收3.6亿元，YOY+45%，营收占比61%；风光储营收1.7亿元，YOY-2%，营收占比28%。

□ 海外车企陆续定点，25年起步逐步供货。中熔在23年10月公告收到德国某头部车企纯电平台新车型项目全球独家定点产品，预计金额9-12亿人民币，2025年5月开始SOP；23年12月收到德国某头部车企某项目Tier 1 全球独家定点的高压1000VDC和500VDC产品的定点通知书，项目周期内销售金额预计1.1亿人民币，2025年1月开始SOP；25年1月获得美国新势力车企激励熔断器独家定点。

□ 泰国工厂特斯拉审核通过，开启国际化战略新篇章。2024年8月，中熔泰国工厂迎来特斯拉美国和中国两位高级供应商质量工程师的工厂审核，特斯拉已确认从泰国工厂的产品符合其严格的质量标准与要求。中熔泰国工厂建设稳步推进，预计实现量产目标。

图：中熔电气分下游营收（亿元）



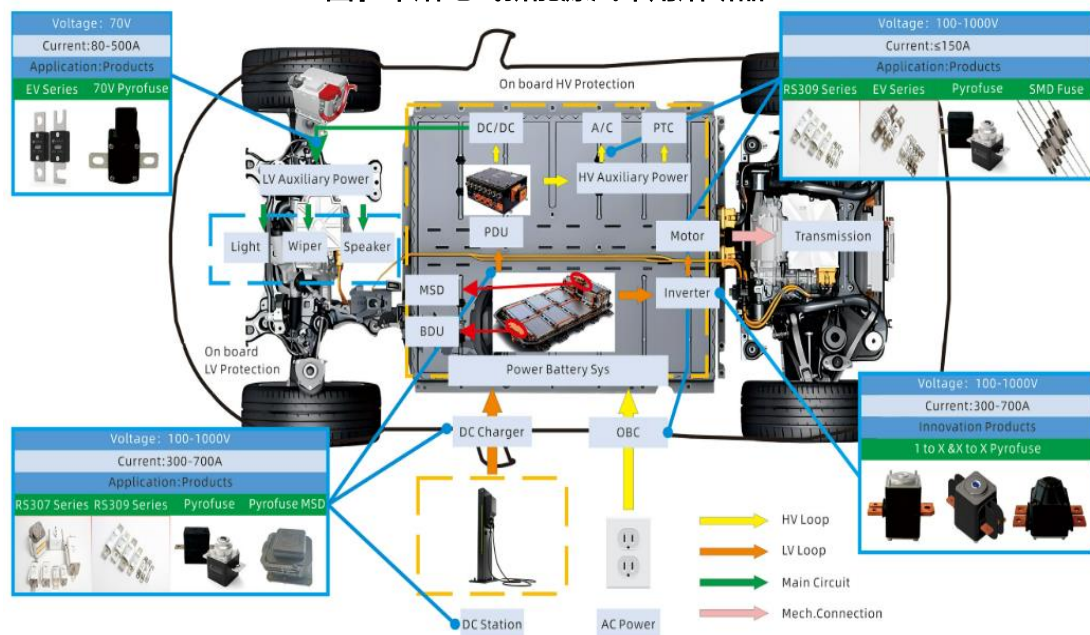
表：中熔电气海外车企定点

公告日期	客户	产品	项目周期内销售金额	SOP时间
2025. 01. 24	美国某新势力车企	某项目450VDC最新一代电气化平台Tier 1 激励熔断器全球独家定点	1.45亿人民币	2026年4月
2023. 12. 13	德国某头部车企	某项目Tier 1 全球独家定点的高压1000VDC和500VDC产品的定点	1.1亿人民币	2025年1月
2023. 10. 26	德国某头部车企	纯电平台新车型项目全球独家定点的高压产品(1000VDC)C样订单以及低压产品(70VDC)B样订单	9-12亿人民币	2025年5月

利润率：新产品占比提升（激励熔断器、定制化解决方案等）

- **新产品不断迭代，带动利润率维持较高水平。**公司注重新兴产业发展，持续开发新产品及迭代产品。公司在新能源汽车、新能源风光发电及储能等领域的新产品及迭代产品在与外资品牌竞争中赢得优势，可达到 3-6 个月开发新品、6-12 个月批量交付，对比外资品牌厂商新品开发周期大幅领先。公司一方面继续加快新产品、新技术的开发及应用，加大毛利率相对较高的产品的市场开发力度；另一方面，加强客户管理，优化客户群体，加大对优质客户的维护和产品推广。
- **为客户提供定制化解决方案，响应新需求开发。**公司一方面提升储能用熔断器产品的通用化、标准化，另一方面也为客户提供个性化、定制化的解决方案。提供包括 pack、高压箱、PCS 等不同位置的的保护方案，备战 2000V 储能系统应用的产品，同时开发储能 pack 专用的 1500V 熔断器以更好得满足安规要求。

图：中熔电气新能源汽车用熔断器



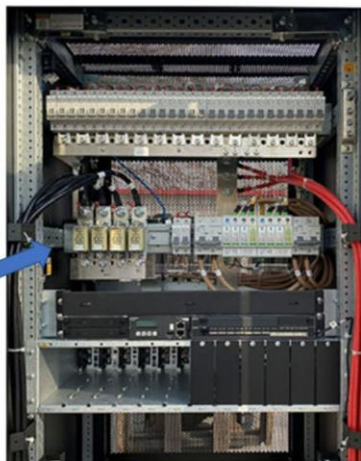
第二增长曲线：1) 品类拓张：集成产品 2) 下游延展：数据中心

- **集成化产品有望成为公司新增长点。**公司加大研发力度，将更多器件集成化、模块化、智能化。2024年12月，中熔与宁波高石电测进行并购合作签约仪式。高石电测在电流传感器方面有深厚的研发经验与实力，有风光储充车全系列电流传感器产品，能精准地监测和控制着电流的大小和方向，为系统安全、高效运行提供了至关重要的保障。电流传感器公司并购助力中熔产品集成化。
- **数据中心行业快速增长带来熔断器需求扩容。**2023年中熔在通信行业营收0.41亿元，同比增长10.9%，营收占比3.87%。通信市场主要客户有华为、维谛、中恒电气等，中熔和维谛技术的合作主要围绕着通讯站点、数据中心和风电等几个行业展开。

图：中熔电气通讯用熔断器



RT16-00/1/2
RT302-00/00-T/2
RT301-G/G-W/AG



核心标的3：浙江荣泰

2024年Q1-3业绩保持高增，主要收入来自新能源汽车

- 云母材料是热失控安全件，定制化属性高，类似于Tier 1零部件。相比锂电材料，云母材料直接客户多数为车企，且定制化属性更强，更接近于汽车零部件。工信部于2020年正式发布国家强制性标准GB 38031-2020《电动汽车用动力蓄电池安全要求》，规定了乘员的安全逃生时间，于2021年1月1日起开始执行，要求电池单体发生热失控后，电池系统在5分钟内不起火不爆炸，为乘员预留安全逃生时间。云母材料作为绝缘耐温材料，迎来发展机遇。
- 营收、利润保持高增，主要收入来自新能源车。2024Q1-3公司实现收入8.1亿元，同比增长39%，归母净利1.7亿元，同比增长42%。从业务结构看，公司2024H1汽车安全零部件、绝缘件、绝缘胶带、云母纸营收分别为3.8、0.6、0.3、0.1亿元，营收占比分别为76%、13%、5%、1%。

表：浙江荣泰分季度财务数据

	营业收入（亿元）	YOY	归母净利（亿元）	YOY	毛利率（%）	期间费用率（%）	净利率（%）	期间费用（亿元）
23Q1	1.5	11.7%	0.31	24.9%	36.5%	14.3%	20.2%	0.22
23Q2	2.0	36.7%	0.38	28.0%	35.8%	13.0%	19.7%	0.25
23Q3	2.3	21.6%	0.48	20.9%	37.8%	13.8%	20.6%	0.32
23Q4	2.2	11.6%	0.54	38.7%	37.9%	9.9%	24.9%	0.22
24Q1	2.2	40.4%	0.47	51.1%	36.9%	11.9%	21.7%	0.26
24Q2	2.8	44.6%	0.54	40.7%	31.2%	6.9%	19.2%	0.19
24Q3	3.1	33.1%	0.66	36.0%	37.2%	12.9%	21.1%	0.40

收入增长来自：1) 海外收入占比提升 2) 产品品类拓张

□ 公司为特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃等国内外知名汽车厂商的一级供应商。从客户结构看，2022年公司前五大客户分别为Tesla、Volvo、一汽集团、宁德时代、上汽大众，营收分别为8420、6499、4859、4434万元，营收占比分别为12.6%、9.7%、7.3%、6.6%、6.6%。

□ 海外营收占比不断提升，且毛利率高于国内。公司2023年海外营收3.2亿元，YOY+21%，营收占比为41%。2024H1公司海外收入2.4亿元，YOY+65%，营收占比达到49%。毛利率方面，公司2024H1海外业务毛利率39.9%，比国内业务毛利率高12.3pct，海外业务盈利能力高于国内。随着新产品占比提升、海外客户占比提升，利润率有望进一步提升。

表：浙江荣泰2020-2022年前五大客户

年度	序号	客户名称	营业收入(万元)	占比(%)
2020年度	1	Tesla集团	3,550	9.7%
	2	Volvo集团	2,284	6.3%
	3	宝马集团	1,918	5.3%
	4	平安电工	1,436	3.9%
	5	乐福德	1,234	3.4%
	合计		10,422	28.6%
2021年度	1	Tesla集团	7,864	15.1%
	2	Volvo集团	3,431	6.6%
	3	一汽集团	3,025	5.8%
	4	上汽大众	2,478	4.8%
	5	宁德时代	2,430	4.7%
	合计		19,229	36.9%
2022年度	1	Tesla集团	8,420	12.6%
	2	Volvo集团	6,499	9.7%
	3	一汽集团	4,859	7.3%
	4	宁德时代	4,434	6.6%
	5	上汽大众	4,405	6.6%
	合计		28,618	42.9%

表：浙江荣泰国内、海外收入&毛利率对比(亿元、%)

	单位	2020	2021	2022	2023	2023H1	2023H2	2024H1
国内								
营业收入	亿元	2.6	3.4	4.0	4.8	2.0	2.7	2.5
YOY			32%	19%	19%			26%
毛利率	%	29.5%	31.3%	33.8%	31.1%			27.6%
营收占比	%	70%	65%	60%	59%	57%	61%	51%
海外								
营业收入	亿元	1.0	1.8	2.7	3.2	1.5	1.8	2.4
YOY			89%	46%	21%			65%
毛利率		36.8%	39.6%	38.0%	45.7%			39.9%
营收占比		26%	35%	40%	41%	43%	39%	49%
营业收入	亿元	3.6	5.2	6.7	8.0	3.5	4.5	5.0
YOY			43%	28%	20%			43%

收入增长来自：1) 海外收入占比提升 2) 产品品类拓张

- **热失控绝缘件应用于新能源车多个区域，公司云母ASP有望不断提升。**从2022年浙江荣泰新能源车热失控防护绝缘件的应用场景看，应用于电芯/模组与电池盖间、高低压线束/线排、自动驾驶模块区域、模组与模组间等，公司云母产品单车ASP有望不断提升。
- **从云母材料拓展至非云母材料，拓宽新产品品类。**公司不断提升创新能力，适应客户需求推出新材料、新产品、新技术。公司产品从新能源汽车热失控防护绝缘件拓展到新型轻量化安全结构件等非云母产品，主要研究及应用领域包括新能源乘用车、储能、新能源商用车、低空飞行器及机器人等多个领域。
- **新产品已获得车企定点，有望开启新增长点。**公司在2024年3月公告，收到北美某新能源车客户定点通知，选择公司作为其新能源车新型轻量化安全结构件供应商。根据客户规划，此次定点项目生命周期2-3年，生命周期总销售金额3.65亿元。我们认为公司在机器人领域云母、非云母材料也有望得到应用。

表：2022年浙江荣泰新能源汽车热失控防护绝缘件按不同应用场景的收入构成

应用场景	收入 (亿元)	占比 (%)
电芯/模组与电池盖间	3.5	74.6%
高低压线束/线排	0.26	5.5%
自动驾驶模块区域	0.09	2%
模组与模组间	0.04	0.8%
其他	0.8	17.2%
合计	4.7	100%

浙江荣泰与平安电工均坚持技术创新，而非低价竞争

□ 对比平安电工，浙江荣泰海外收入占比更高。从产品结构看，2024H1平安电工新能源云母营收1.3亿元，YOY+204%，营收占比27%。

从海外收入规模看，平安电工2024H1海外营收1.4亿元，YOY+35%，营收占比28%，毛利率52.7%；浙江荣泰2024H1海外收入2.4亿元，营收占比达49%，毛利率39.9%。

□ 平安电工坚持技术创新，实现高质量发展。平安电工研发的涂层云母带、高附加值产品收入均大幅增长。从毛利率情况看，平安电工2024H1毛利率36.8%，浙江荣泰为33.7%。从毛利率提升情况来看，平安电工并非用低价策略，而是靠产品创新实现高质量发展。

表：平安电工业务拆分

	单位	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
营业收入	亿元					
云母材料		6.7	6.7	6.9	3.3	3.0
新能源绝缘材料		0.4	0.6	1.2	0.4	1.3
玻纤布		1.6	1.0	1.1	0.5	0.6
合计		8.8	8.4	9.3	4.3	4.9
YOY	%					
云母材料			0%	3%		-11%
新能源绝缘材料			42%	96%		204%
玻纤布			-34%	2%		11%
合计			-4%	10%		14%
营收占比	%					
云母材料		77%	80%	75%	77%	60%
新能源绝缘材料		5%	7%	13%	10%	27%
玻纤布		18%	12%	11%	12%	12%
毛利率	%					
云母材料		33.3%	30.2%	34.6%	34.6%	38.0%
新能源绝缘材料		27.5%	28.8%	38.4%	38.6%	39.1%
玻纤布		29.6%	22.0%	22.5%	23.9%	25.8%
合计		32.4%	29.1%	33.8%	33.6%	36.8%

表：平安电工分国内、海外营收、毛利率（亿元、%）

	单位	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
国内						
营收	亿元	7.4	6.5	7.1	3.3	3.5
YOY			-12%	9%		7%
毛利率	%			29%		30.4%
营收占比	%	84%	78%	77%	76%	72%
海外						
营收	亿元	1.4	1.9	2.2	1.0	1.4
YOY			38%	15%		35%
毛利率	%			49.8%		52.7%
营收占比	%	16%	22%	23%	24%	28%
营收	亿元	8.8	8.4	9.3	4.3	4.9
YOY			-4%	10%		14%

第二增长曲线：与头部车企紧密合作，有望在机器人领域获得先发优势

- 从云母材料拓展至非云母材料，拓宽新产品品类。荣泰开拓非云母轻量化材料、绝缘材料，其技术积累来自荣泰集团的下属公司荣泰科技、荣泰塑胶。浙江荣泰集团下属公司有：1) 荣泰科技：浸渍绝缘漆制造商；2) 荣泰电工：云母制品供应商；3) 荣泰塑胶：各种工程高分子塑料制品生产、销售。荣泰科技有浸渍绝缘漆、环氧灌封胶等，适用于各种型号电机、电器的绝缘。客户包括：日本松下、富士通、德国博朗、西门子、美的等。
- 荣泰科技获有华为背景的远致星火投资，与华为公司的合作有望更加紧密。2024年6月，荣泰科技新增股东远致星火，持股比例7%。远致星火是华为通过旗下哈勃投资与产发集团、深圳资本合作设立的股权投资基金。获华为背景的基金持股，我们认为公司与华为合作有望更紧密。
- 建立追溯全供应链信息化建设，有望在机器人领域获得先发优势。与头部车企合作，需要建立追溯全供应链的信息化建设，而本身在头部车企供应链的企业能在短期内通过验证，获得先发优势。荣泰与特斯拉、大众等海外一线车企合作，我们认为相比新进入机器人链的公司能更快响应客户要求。

图：荣泰科技合作客户



核心标的4：铂科新材

24Q1收入拐点，毛利率24Q2起逐步回升

- 铂科新材收入拐点在24Q1，主要原因为下游光伏逆变器需求恢复+通信等行业起量。铂科在经历2023年Q1-3收入同比增速放缓，23Q4收入同比负增长后，在24Q1看到收入拐点，实现收入3.35亿元，同比增长15.3%，并在Q2、Q3快速增长。原因主要为下游光伏领域在2023年面临市场变化，Q3开始受到去库存影响，但在24Q1出现改善，Q2明显回暖。
- 产能利用率提升，盈利水平修复。2024年Q1-3公司毛利率分别为37.9%、42.3%、40.9%，净利率分别为21.3%、24.6%、23.3%。Q1受春节因素影响较大，导致生产效率下降，而Q2随着产能增加、出货量增多以及较高产能利用率，使得成本和效率得以改善，从而实现了盈利水平的改善修复。

表：铂科新材分季度财务数据

	营业收入（亿元）	YOY	归母净利（亿元）	YOY	毛利率(%)	期间费用率(%)	净利率(%)	期间费用（亿元）
23Q1	2.91	43.5%	0.66	103.2%	40.9%	13.3%	22.6%	0.39
23Q2	2.91	8.0%	0.68	47.2%	40.1%	13.5%	23.5%	0.39
23Q3	2.73	0.3%	0.55	4.0%	37.7%	14.4%	20.1%	0.39
23Q4	3.04	-5.5%	0.67	8.6%	39.7%	19.7%	21.9%	0.60
24Q1	3.35	15.3%	0.72	9.0%	37.9%	12.1%	21.3%	0.40
24Q2	4.61	58.5%	1.14	66.2%	42.3%	11.5%	24.6%	0.53
24Q3	4.31	58.1%	1.01	84.7%	40.9%	12.3%	23.3%	0.53

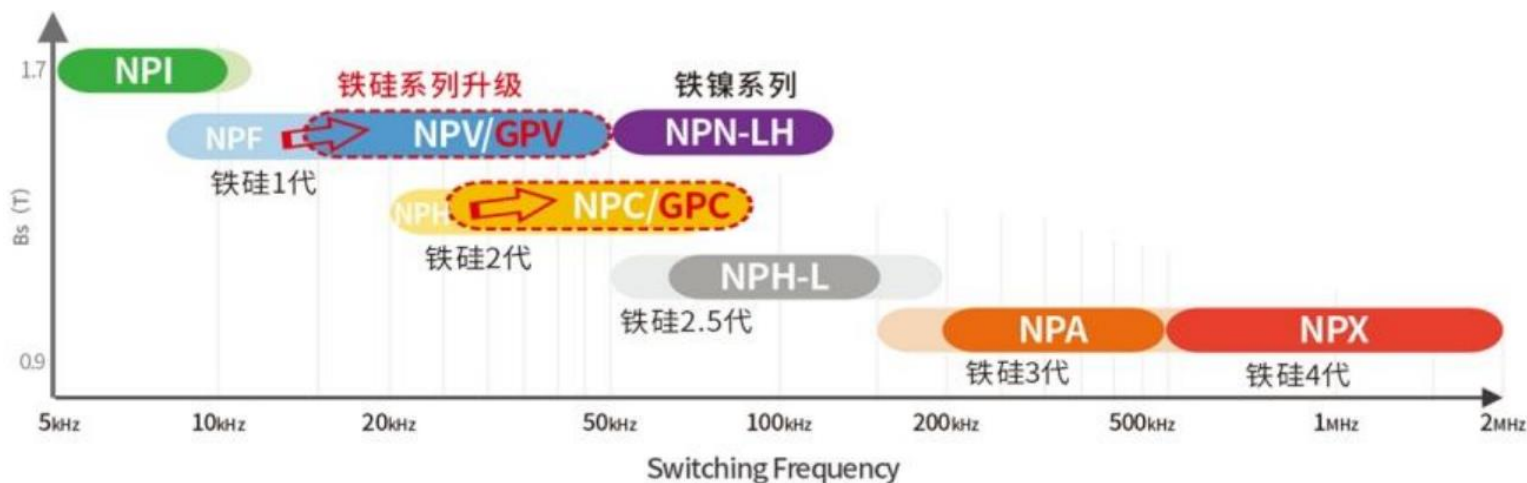
合金软磁粉芯收入增长来自：1) 新能源汽车&充电桩 2) 通讯、服务器电源&UPS

- 合金软磁粉芯下游应用广泛，主要成长来自新能源车及通信&服务器领域。公司金属软磁粉芯主要应用于光伏储能、新能源汽车及充电桩、UPS 电源、变频空调、电器电源和通讯等终端领域。
- ✓ 新能源汽车及充电桩：与比亚迪、华为及其他造车势力合作，2024H1销售收入同比取得较快增长。新能源汽车产品向高功率化、高频化方向发展，需要不断升级材料。公司产品具有功率密度提升、体积减小等优势，尤其在充电系统的集成化过程中优势明显。
- ✓ 通讯、服务器电源及 UPS 应用领域：在新基建和人工智能快速发展等积极因素的推进下，销售收入同比取得高速增长。

利润率：1) 产品向高频高功率迭代，持续先发优势 2) 自动化率提升降本增效

- 电源设备向高频、高功率发展，电感磁芯材料配合电源实现大功率高频化。公司对 NPV、NPC 两大系列继续优化升级，成功研发了 GPV、GPC 系列，丰富了公司金属软磁粉芯产品线。公司拟开发的铁硅 5 代磁粉芯在实验室已取得了突破性进展，其损耗特性在铁硅 4 代的基础上进一步降低了约 50%，可满足市场对更高频趋势的需求。
- 河源基地自动化率提升，成本下降明显。2024 年，随着河源生产基地各方面配套设施建设完成，自动化和管理能力的提升，公司金属软磁粉芯的产能将得到释放，制造和管理成本显著降低，将为客户提供更加敏捷和高品质的交付。2024 年随着生产线大规模扩建，新产品生产时的成本相比以往降低了 5 个百分点以上。

图：铂科新材产品系列

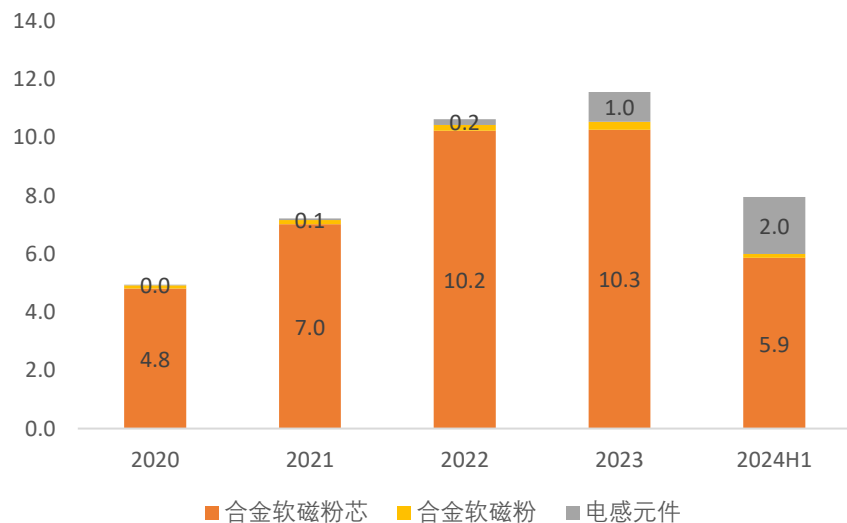


第二增长曲线：芯片电感随万物AI化应用场景延展

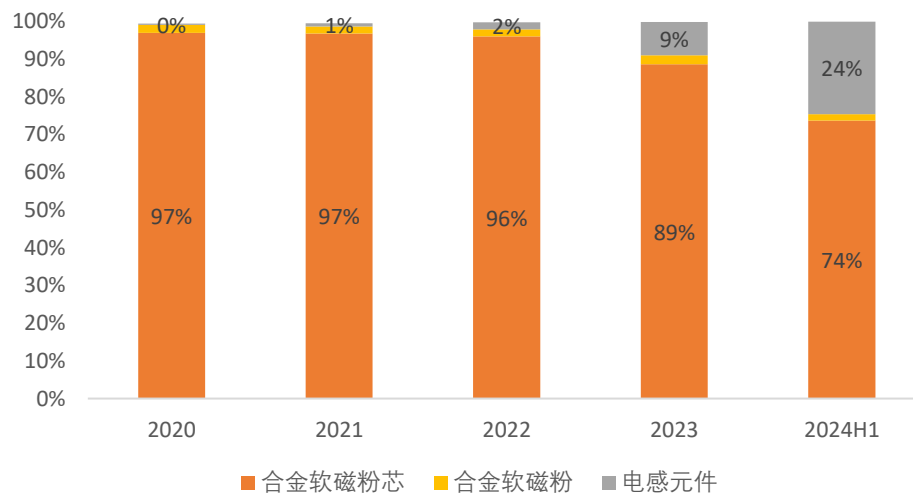
□ 芯片电感增速亮眼，产品结构变化带动利润率提升。2024年Q1-3公司营收12.3亿元，YOY+43.6%；归母净利2.86亿元，YOY+52%。分业务结构看，2024H1金属软磁粉芯营收5.86亿元，YOY+7%；电感元件（以芯片电感为主）营收1.95亿元，环比2023H2增长139%；金属软磁粉末0.14亿元，同比增长25.26%。随着高毛利率的电感元件占比提升，公司整体利润率提升。

□ 泰国扩产高端金属软磁材料及磁元件，出海进程加速。公司拟投资建设泰国高端金属软磁材料及磁元件生产基地，以更好满足海外市场对公司一体成型芯片电感及金属软磁粉芯等产品日益旺盛的市场需求，项目首期投资不超过人民币1亿元。海外产能布局有望加速海外市场开拓。

图：铂科新材分业务营收（亿元）



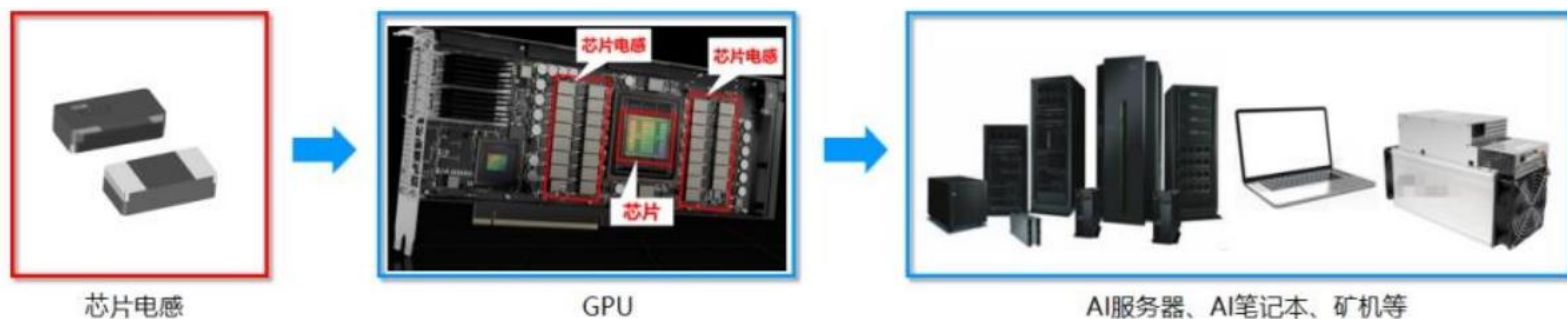
图：铂科新材分业务营收占比（%）



芯片电感进入多家知名厂商供应链，储备AI笔记本、平板等新产品

- 芯片电感取得MPS、英飞凌等知名半导体厂商认可，持续开发新品。2024H1芯片电感收入1.95亿元，营收占比达到24.5%。芯片电感产品持续取得MPS、英飞凌等全球知名半导体厂商的高度认可，同时新进入多家全球知名半导体厂商供应商名录。
- 新产品储备多样化，随万物AI化产品下游不断延展。新产品开发方面，公司持续大额研发投入开发新产品并交付大量样品，为增量市场做准备。适用于AI服务器电源电路的TLVR电感目前已经实现小批量生产。另外，公司电感元件在AI笔记本、平板、可穿戴设备、汽车、AI手机等应用领域的技术布局也取得进展。

图：铂科新材芯片电感



核心标的5：宏发股份

在宏观经济弱增长情况下仍实现稳步增长

- 在宏观经济形势弱增长情况下，公司实现稳步增长。宏发2024Q1-3实现收入108.7亿元，YOY+10%，归母净利润12.7亿，YOY+15%，扣非归母净利12亿，YOY+8.1%。在宏观经济形势弱增长，材料价格快速上涨，部分行业竞争加剧的外部环境下，主要经营指标继续实现良好增长。分下游看：
- ✓ **家电**：相关业务延续2023年下半年以来的复苏态势，2024年9月份开始主要白电需求开始新的订单招标，同时智能家居方面需求将迎来旺季，预计需求将逐步再现稳定增长。
 - ✓ **新能源汽车**：尽管市场竞争加剧海外新能源汽车增速放缓，但受益于国内新能源汽销量提升，公司高压直流及高压控制盒发货继续取得快速增长。公司 BDU/PDU 产品加速落实量产工作，从客户单一项目逐步扩展到多客户、多项目。
 - ✓ **电表**：受益于国网、北美以及亚太地区等全球智能电表安装快速上量，以及继电保护国产化需求扩大，市场份额继续提升，公司电力计量继电器业务继续呈现规模及效益双增长。当前，全球智能电表换装仍然维持较高景气度，公司电力继电器市场份额稳固，预计后续还将保持稳定增长。

表：宏发股份分季度财务数据

	营业收入（亿元）	YOY	归母净利（亿元）	YOY	毛利率(%)	期间费用率(%)	净利率(%)	期间费用（亿元）
23Q1	32.8	14.1%	3.3	16.4%	34.0%	18.1%	13.2%	5.9
23Q2	33.9	13.3%	3.8	11.6%	36.0%	14.2%	15.4%	4.8
23Q3	32.6	5.5%	3.6	4.2%	36.8%	19.7%	15.0%	6.4
23Q4	30.0	8.1%	3.2	16.3%	41.2%	23.4%	15.8%	7.0
24Q1	34.5	5.3%	3.6	9.5%	34.9%	19.3%	13.7%	6.7
24Q2	37.8	11.4%	4.9	28.2%	34.6%	16.5%	16.8%	6.2
24Q3	36.4	11.7%	4.3	17.3%	35.9%	18.7%	15.7%	6.8

收入增长来自：1) 市占率稳步提升 2) 海外布局加速

□ 公司坚持份额优先原则，发挥产品质量、销量等方面优势，持续扩大市场份额。1) 功率继电器：2023年宏发全球市场份额提升至31.6%，相比2022年提升1.7pct；2) 高压直流继电器：获得大众、宝马、Volvo、奔驰等项目认定，全年增长29.3%，全球市场份额提升至40%以上；3) 传统汽车继电器：2023年市占率提升至20%，相比2022年提升1.9pct，宏发成功进入印度现代汽车体系；4) 光储充：在光储充市场保持绝对领先，光伏逆变器重点客户份额达到66%；5) 工业市场：采用大客户战略取得明显成效，与西门子、施耐德、菲尼克斯的合作继续加强，并在东欧及国内风电行业市场取得较大突破。

表：宏发股份分下游市占率（%）

	2022	2023
功率继电器	29.9%	31.6%
高压直流继电器	40%	40%+
传统汽车继电器	18.1%	20%
光伏逆变器		重点客户份额66%
信号继电器	27.7%	
计量磁保持继电器	56.5%	

收入增长来自：1) 市占率稳步提升 2) 海外布局加速

- **印尼工厂产能扩大，业绩增长明显。**2023年宏发海外收入45.7亿元，营收占比35%，毛利率40.9%，比国内毛利率高5.3pct。2023年宏发第一家海外工厂印尼宏发取得突出业绩，销售回款达到2.44亿人民币，同比增长157%，净利润突破3000万人民币，同比增长89%。2023年印尼宏发二期工厂投入使用，生产经营面积从2700平方米扩大至5700平方米，产能扩大40%，并实现高压直流产品的海外制造。
- **德国工厂在2024年实现封顶，贴近核心客户。**2024年9月底德国工厂建设实现封顶，自动化产线已经开始组装调试，在通过受客户认定后，将尽快投入生产运营。宏发德国工厂的成立，不但有利于满足核心客户供应链本地化的要求，还将大大提升宏发的全球品牌知名度，不断增强公司供应链国际化水平及综合竞争实力。

表：宏发股份国内、海外收入&毛利率对比（亿元、%）

	单位	2020	2021	2022	2023	2023H1	2023H2	2024H1
国内								
营业收入	亿元	45.9	59.5	69.1	79.6	40.2	39.4	47.1
YOY			30%	16%	15%			17%
毛利率	%	35.7%	34.4%	32.9%	35.6%			
营收占比	%	59%	59%	59%	62%	60%	63%	65%
海外								
营业收入	亿元	29.5	36.9	43.3	45.7	24.4	21.3	22.1
YOY			25%	17%	6%			-10%
毛利率		39.9%	36.8%	37.9%	40.9%			
营收占比		38%	37%	37%	35%	37%	34%	31%
营业收入	亿元	78.2	100.2	117.3	129.3	66.7	62.6	72.3
YOY			28%	17%	10%			8%

利润率：自动化率提升+核心零部件自制，利润率仍有提升空间

- **自动化及人均效率水平大幅领先同行。**2023年公司共投入 27 条继电器自动化生产线，均严格按照“高标准”要求投入。其中通用继电器HF171F自动产线设计节拍 1.5s；电力高压直流继电器 HFE80V-20C/20D 自动线每小时产出超过1500只，投资回收期低于 3 年。
- **模具生产技术差异化，适应不同新品生产需求。**2023年公司将模具中心和厦门金越公司下属模具分厂进行整合，整合后模具公司将打造差异化的生产及技术服务能力，适应各门类产品在新品开发及量产等不同阶段的需求，助力各门类产品更快发展。公司各零件企业在持续推进提升质量和自动化水平的同时，着重围绕打造新门类产品的前道核心竞争能力开展工作。

第二增长曲线：1) 新门类扩张 2) 数据中心

- **推进五大新门类产品，拓宽产品品类。**宏发在推动主营继电器业务实现高质量发展的同时，促进低压电器、薄膜电容器、连接器、电流传感器、熔断器五大新门类产品扎实发展。1) 低压电器：受到国内建筑配电市场不景气影响，公司将开拓新能源及工业、电网等应用市场推动业务发展；2) 薄膜电容：逐步切入新能源以外领域，规划切入电力、电子等领域；3) 连接器、电流传感器、熔断器等已实现小规模出货。
- **宏发为数据中心二级/三级供应商，继电器、开关电气等产品用于数据中心电力保护。**宏发通过台达、欧陆通、长城、麦格米特等头部电源厂商间接为客户提供继电器产品。产品方面，公司为国内外主要数据中心电源客户提供多种继电器产品，市场份额近50%，目前规模在3~4亿元，在AI数据中心电力系统中主要应用于ATS、服务器电源等场景。此外，宏发还拥有动力配电柜、低压开关柜、配电箱及PDU等产品。数据中心的AI算力服务器对于功率的要求越来越高，公司率先与主要互联网企业、头部电源客户共同开发了适配浸没式液冷方案的产品。

图：宏发股份数据中心板块推荐产品



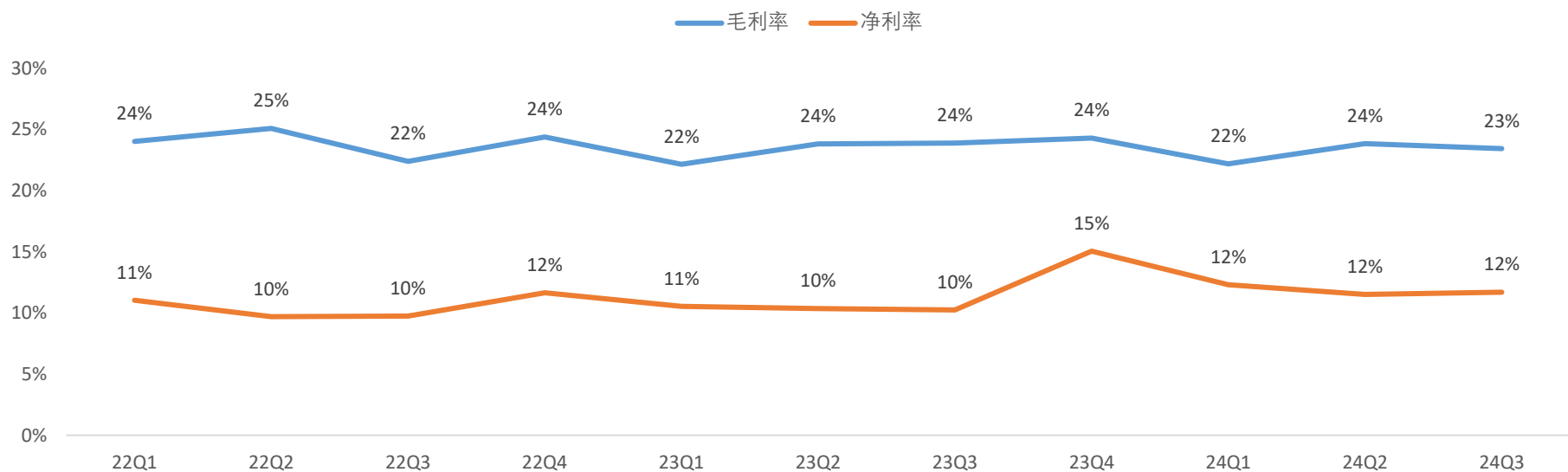
核心标的6：科达利

22年至今公司盈利能力保持在较好水平

□ 公司22Q1至24Q3毛利率保持在20%+。

□ 公司22Q1至24Q3净利率保持在10%+。

图：科达利季度毛利率、净利率（%）



后续增长空间在于海外放量

- 公司目前结构件产品占据全球34%市场份额，我们认为后续大的增长点在海外。
- 公司海外产能布局遍布欧洲、美国、东南亚。公司持续深化与优化全球化布局，目前在欧洲的德国、匈牙利和瑞典共建设了三个生产基地，分别配套当地领先的电池企业，为公司开拓全球市场。此外，公司还在美国进行了产能布局，目前前期准备工作正有序开展，未来将配合客户需求节奏，逐步释放产能。不仅如此，新加坡全资子公司相关工商注册登记手续已完成，马来西亚项目正按计划进行前期准备工作。

科达利：持股40%的科盟供应谐波，持股30%的伟达利供应执行器模组

□公司机器人相关有两个子公司【科盟】和【伟达立】。

✓科盟：主营谐波减速器，公司持股40%，合作伙伴为台湾盟立、台湾盟英。

✓伟达立：主营机电类产品，公司持股30%，合作伙伴为上海盟立、伟创。

□科盟制造基地位于江门市，科盟计划在第一年建设5万套谐波减速机研发和生产能力。

□公司立足于全球市场，着眼于人形机器人在工业领域未来的发展潜力，进军机器人赛道，通过谐波减速器等产品业务，拓展人形机器人关节部件领域，以求拓展第二发展曲线，打开未来成长空间。目前公司正稳步开展设备采购。样品研发制作等前期工作，目前已交样等待客户验证中。

图：科盟股东情况

股东	注册资金	股比	股东简介
科达利	4000万元 (已完成实缴)	40%	深交所上市公司，全球最大的锂电池精密结构件供应商，全球单项制造业冠军，2023年营收超105亿元，净利润12亿元。
台湾盟立	3400万元 (已完成实缴)	34%	台湾上市企业，成立35年，台湾自动化领域龙头企业，在半导体、物流、机器人核心技术等领域有很深技术积累和非常丰富应用经验。
台湾盟英	1000万元 (知识产权授权及技术服务)	10%	成立于2018年，由台湾在齿轮领域顶级专家领衔，台湾盟立投资设立公司，机器人谐波减速机技术达全球顶尖水平（可对标日本哈默尼科）。
科盟利	1600万元	16%	由科盟创新管理及核心技术人员组成，成员来自大陆和台湾。

风险提示

- 电动车需求不及预期：文中EV类零部件企业下游有电动车等新能源业务，若电动车销量不及预期，零部件企业需求也会受到影响。
- 行业竞争激烈：若竞争加剧，引发价格战，公司利润会受到影响。
- 新产品开发不及预期：中熔电气、浙江荣泰等企业后续有新品类规划，若新品类开发不及预期，相关公司收入受到影响。
- 贸易政策影响：文中EV类零部件企业基本都有出海业务或在海外建厂，若受到贸易政策影响，可能会影响到公司的收入及利润。
- 原材料成本大幅上涨：若原材料价格大幅上涨，价格没有及时传导，公司利润受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS