



宏发股份 (600885.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

全球继电器龙头，高压直流与新品类 多点开花

投资逻辑：

公司是全球继电器龙头，下游分布家电、汽车、新能源、电力等多个领域，通过国际化布局+垂直一体化&自动化生产+稳健经营风格构建长期竞争优势。24年公司全球市占率23%（公司公告，下同），稳居行业第一。过去10年公司营收/业绩CAGR 13%/14%，连年增长，近年公司加大力度推进“扩大门类”战略，打开成长天花板。

AIDC释放高压直流继电器增长潜力，新产品战略打开成长空间。

1) 高压直流继电器：①新能源汽车核心部件，受新能源汽车销量增长及800V高压平台进一步渗透驱动，预计单车用量及价值量均有望提升；②英伟达发布800V直流白皮书，AIDC向高压直流供电过渡释放高压直流继电器增长潜力，公司公告预计27年对应超30亿元增量市场。24年公司高压直流继电器全球份额40%，受益下游需求高景气，预计25-27年营收CAGR约30%，高盈利下游占比提升有望贡献更大利润弹性。

2) 新门类产品：包含低压电器/连接器/电容器/熔断器/电流传感器等，合计TAM超1万亿元（根据中国电子元件行业协会等第三方数据）。公司重点围绕新能源、电动车等优势下游布局，定位中高端，同时以海外和头部客户为突破口。24年营收占比10%，看好公司从现有客户群拓展，通过产品打包销售&模块化优势导入，预计25-27年营收CAGR约35%，加速实现向综合元器件公司跨越。

传统继电器稳健增长，公司龙头地位持续夯实。

1) 新能源：光伏/储能装机仍有望维持高景气，预计26年全球新增装机分别同比+15%/+62%，公司市占率50%，受益行业需求增长；

2) 电力：受益国网新标准电表招标、公司新兴市场拓张及北美市场复苏等因素景气度有望改善；**3) 汽车：**智能化&高端化&产品拓展提升单车价值量，公司份额持续提升；**4) 信号&工控：**下游分散，受宏观经济影响，维持10%左右稳健增长；**5) 家电：**预计在国内补贴退坡及市场竞争等因素影响下保持5%-10%中低增速。

盈利预测、估值和评级

预计25-27年公司实现归母净利润18.8/22.5/26.3亿元，同比增长15.3%/19.7%/16.8%。考虑到公司继电器龙头地位，受益全球需求稳健增长，AIDC释放高压直流继电器增长潜力，新产品拓展开辟成长空间，给予公司26年27倍PE估值，目标市值608亿元，目标价39.26元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不景气、新业务拓展不及预期、原材料价格上涨等

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.06 元

目标价 (人民币)：39.26 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,930	14,102	16,572	19,275	22,324
营业收入增长率	10.20%	9.07%	17.51%	16.32%	15.82%
归母净利润(百万元)	1,393	1,631	1,881	2,251	2,629
归母净利润增长率	11.67%	17.09%	15.30%	19.68%	16.84%
摊薄每股收益(元)	1.336	1.564	1.215	1.454	1.699
每股经营性现金流净额	2.55	2.14	2.00	2.09	2.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.70%	17.16%	17.95%	18.67%	18.92%
P/E	20.69	20.34	25.02	20.90	17.89
P/B	3.46	3.49	4.49	3.90	3.39

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、基本面：全球继电器龙头，多下游&新产品布局引领长期发展	5
1.1 宏发股份：“75+”战略规划清晰，海内外协同、业绩长期稳健增长	5
1.2 公司亮点：国际化布局、垂直一体化&自动化生产、经营稳健	7
二、增长极：AIDC 释放高压直流继电器增长潜力，新产品打开成长空间	9
2.1 高压直流继电器：受益新能源汽车行业发展，AIDC 是未来核心增量	9
2.1.1 全球新能源汽车销量持续增长，公司龙头地位稳固	9
2.1.2 AI 算力驱动数据中心电源架构变革，公司直接受益于技术迭代带来的量价齐升	11
2.2 五类新产品（非继电器业务）：看好公司通过产品打包销售&模块化优势加速导入	13
三、基本盘：传统继电器稳健增长，公司龙头地位持续夯实	15
3.1 新能源：高景气有望延续，公司为全球绝对龙头	16
3.2 家电：中低速稳健增长，贡献充足现金流	16
3.3 电力：主要应用于智能电表领域，景气度有望持续修复	17
3.4 汽车：智能化&高端化提升单车价值量，公司份额持续提升	17
3.5 信号：公司持续拓展下游应用，盈利能力强劲	18
3.6 工控：行业持续复苏，下游需求分散，进口替代潜力大	19
四、盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议及估值	21
五、风险提示	21

图表目录

图表 1： 公司全面实施“75+”战略：巩固和扩大“7”类继电器产品优势，发展“5+”新产品	5
图表 2： 20-24 年公司营收业绩 CAGR 分别为 16%和 18%	6
图表 3： 23 年以来公司国内营收增速整体高于海外	6
图表 4： 公司继电器业务营收占比超过 90%	6
图表 5： 公司继电器业务毛利率基本维持 35-40%之间	6
图表 6： 公司销售、管理、研发费用率管控良好	7
图表 7： 公司盈利能力相对稳定	7
图表 8： 公司坚持全球化战略，全球已拥有“3+2”生产基地，产品出口到全球 120 多个国家和地区	7
图表 9： 公司已形成完备的继电器及电气产品产业链	8
图表 10： 公司人均产值逐年持续提升	8
图表 11： 公司股利支付率、资产负债率较为稳定	8



图表 12: 公司受外资、基本养老保险基金、全国社保基金等资金青睐	8
图表 13: 继电器类控制件的原理示意图: 本质是用小电流控制大电流的“自动开关”	9
图表 14: 继电器主要应用于家电、汽车、电力、通信、工业等领域	9
图表 15: 通常一辆新能源汽车需要配备 6-8 个高压直流继电器	9
图表 16: 新能源车高压架构是实现快速补能的必然趋势	10
图表 17: 800V 新能源车市场渗透率持续提升	10
图表 18: 预计 2030 年全球新能源汽车销量有望达到 4265 万辆, 市场渗透率将超过 40%	10
图表 19: 2024 年公司高压直流继电器全球份额超 40%	11
图表 20: 公司继电器业务规模优势显著	11
图表 21: 公司研发费用率稳定、基本领先同行	11
图表 22: Vertiv 预计 AI GPU 的机架密度将持续增长	12
图表 23: 英伟达明确 800V 全直流供电架构是未来趋势	12
图表 24: AIDC 为高压直流继电器带来新应用场景	13
图表 25: 数据中心领域公司布局涵盖元器件到解决方案	13
图表 26: 非继电器业务总览: 重点围绕新能源、电动车等市场布局, 定位中高端, 同时以海外和头部客户为突破口	13
图表 27: 24 年公司非继电器业务营收 14 亿元, 占比 10%	14
图表 28: 公司非继电器业务毛利率低于可比公司	14
图表 29: 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品	14
图表 30: 公司基于底层制造能力的通用性以及客户资源的复用性加速新产品放量	15
图表 31: 公司传统继电器分产品主要应用场景&行业驱动因素&市场份额&盈利水平&景气度展望	15
图表 32: 预计 26 年全球光伏新增装机 667GW, yoy+15%	16
图表 33: 预计 26 年全球储能新增装机 438GWh, yoy+62%	16
图表 34: 25 年国内家用洗衣机、家用电冰箱、空调合计销量 5 亿台, 同比+3%	16
图表 35: 公司智能家居解决方案, 产品包括灯光控制、智能开关、智能插座、智能窗帘等	16
图表 36: 预计国网新标准带动 26 年国内电表市场规模同比+68%	17
图表 37: 2025 年国内智能电表出口同比-8%	17
图表 38: 全球主要国家智能电表渗透率&市场规模&未来增速情况展望	17
图表 39: 25 年全球汽车销量 9647 万台, 同比+5%	18
图表 40: 公司汽车继电器份额持续提升	18
图表 41: 公司汽车继电器广泛应用于汽车动力、安全、底盘、车身、防盗等系统	18
图表 42: 公司信号继电器安防系统解决方案	19
图表 43: 公司信号继电器消防报警解决方案	19
图表 44: 公司信号继电器业务盈利高于其他业务	19
图表 45: 预计 2026 年国内工业自动化市场恢复增长	19



图表 46: 工业机器人、电池、包装、物流下游景气度高	19
图表 47: 公司业务预测总览 (亿元)	20
图表 48: 可比公司估值表 (市盈率法) (亿元)	21



一、基本面：全球继电器龙头，多下游&新产品布局引领长期发展

1.1 宏发股份：“75+”战略规划清晰，海内外协同、业绩长期稳健增长

（一）介绍：深耕继电器领域四十余年，“75+”战略锚定清晰航向

公司1984年成立，2012年上市，深耕继电器行业四十余年，荣获国家“制造业单项冠军企业”称号，在“中国电子元器件行业骨干企业TOP100榜单”中荣登第5位。根据公司公告，2024年公司继电器全球市场份额23.1%，稳居行业第一，全球雇员15000余人，业务遍及120多个国家。

2024年以来，公司全面实施“75+”战略，致力于为全球继电器、中低压电器等多个业务板块提供一流的解决方案和服务，目标打造世界一流的元器件和电气装备制造企业：巩固和扩大“7”类继电器产品优势，发展低压电器、连接器、电容器、熔断器、电流传感器等“5+”产品，实现多点开花。

- 继电器业务：不断丰富产品矩阵，通过模块化的方式提升产品的稳定性、一致性，贡献稳定利润来源。2024年营收占比约90%，产品细分为功率继电器（①家用、②新能源）、③汽车继电器、④信号继电器、⑤工业继电器、⑥电力继电器、⑦高压直流继电器七大品类，广泛应用于家用电器、智能家居、智能电网、新能源、建筑配电、汽车工业、轨道交通、工业控制、安防、消防等领域，客户多为下游领域龙头公司。
- 其他电气产品：2024年营收占比约10%，包括低压电器、连接器、电容器、熔断器、电流传感器五个新门类产品，加速实现从全球继电器领先企业到产品综合型公司的跨越。25H1公司完成新品研发项目462项，完成率90%，其中“5+”产品开发项目占比近45%。

图表1：公司全面实施“75+”战略：巩固和扩大“7”类继电器产品优势，发展“5+”新产品

产品	分类	营收占比	下游主要应用场景	主要客户
继电器	功率继电器（家用）	22%	家用电器、电源控制、智能家居、办公设备等	LG、三星、松下、格力、美的、海尔、苏泊尔等
	功率继电器（新能源）	7%	光伏发电、电动车充电桩、UPS、服务器电源、直流供电系统等	华为、阳光电源、台达、施耐德、麦格米特等
	电力继电器	14%	智能电表、智能电网、继电保护等	EneI、威胜、许继、林洋、海兴、三星医疗等
	高压直流继电器	23%	新能源汽车、储能、充电桩、AIDC	特斯拉、奔驰、大众、宝马、比亚迪、北汽、阳光电源等
	汽车继电器	15%	汽车车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息等控制系统	通用、福特、奔驰、沃尔沃、大众、菲亚特、长城、吉利等
	工控继电器	5%	电源控制、安全控制、中继控制、PLC及控制面板等	西门子、施耐德、三菱、菲尼克斯、汇川等
	信号继电器	5%	通讯网络、安防监控、消防、智能家居、自动化控制、医疗等	海康威视、大华、华为、中兴、GE、Honeywell、BOSCH、三星、飞利浦等
其他电气产品	低压电器	10%	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	宁德时代、金风、特灵、开立、伊顿、立维腾等
	连接器		通信、充电桩及充电模块、数据中心等	特来电等
	电容器		家用电器、仪器仪表、自动设备、电力电子设备、新能源领域等	蔚来、海尔、美的、方太、老板等
	熔断器		风电、光伏、储能、充电桩等	-
	电流传感器		新能源汽车、储能等	海外新能源客户

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所（*注：营收占比采用2024年数据，其他电气产品主要为低压电器、连接器、电容器、熔断器、电流传感器）

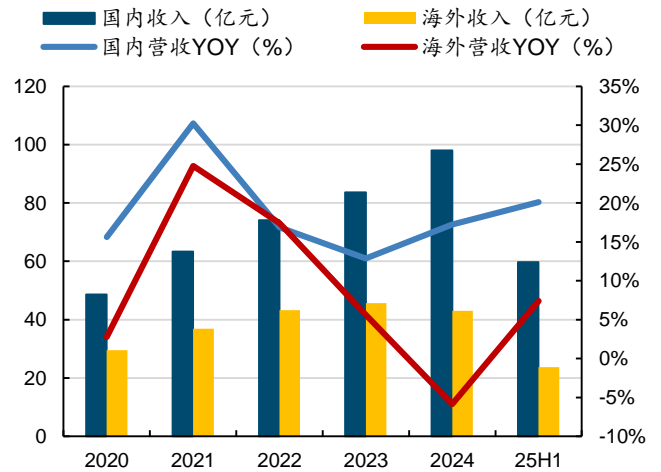
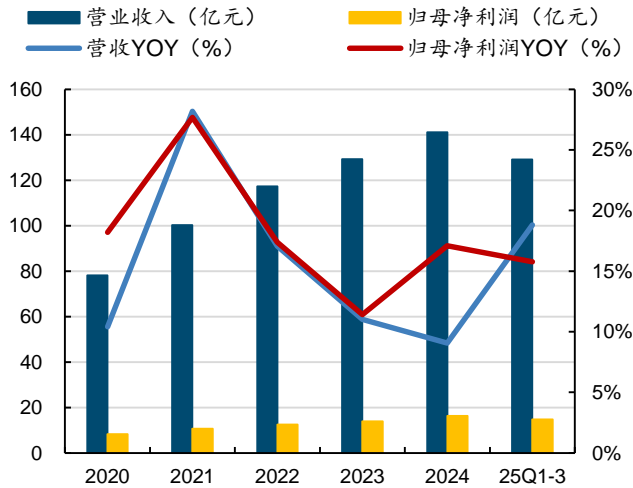


(二) 经营情况：营收业绩保持稳健增长，盈利能力基本稳定

2020-2024 年公司营收和归母净利润年化复合增速分别为 16%和 18%，营收利润保持稳健增长，其中 2021 年受益于国内家电需求回暖、制造业复苏，叠加全球供应链紧张导致外资品牌交付受阻，公司实现业绩高速增长。2023-2024 年受海外（尤其欧洲）新能源车与光伏需求疲软影响，高压直流继电器（单位价值高）受冲击，导致海外收入承压。25 年以来下游各领域需求无明显短板，前三季度公司实现营业收入 129.1 亿元，同比+18.8%；归母净利润 14.7 亿元，同比+15.8%，维持稳健增长态势。

图表2：20-24 年公司营收业绩 CAGR 分别为 16%和 18%

图表3：23 年以来公司国内营收增速整体高于海外



来源：wind，国金证券研究所

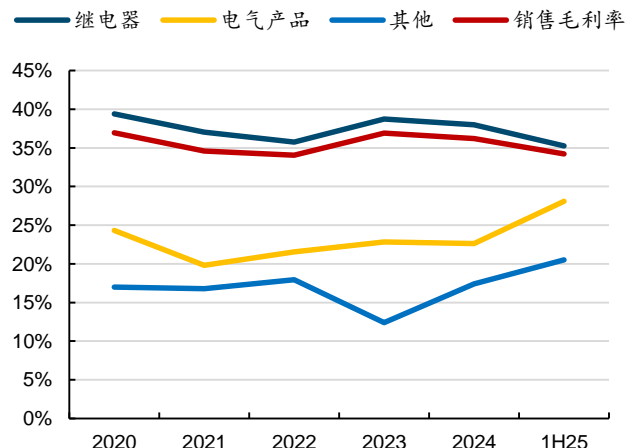
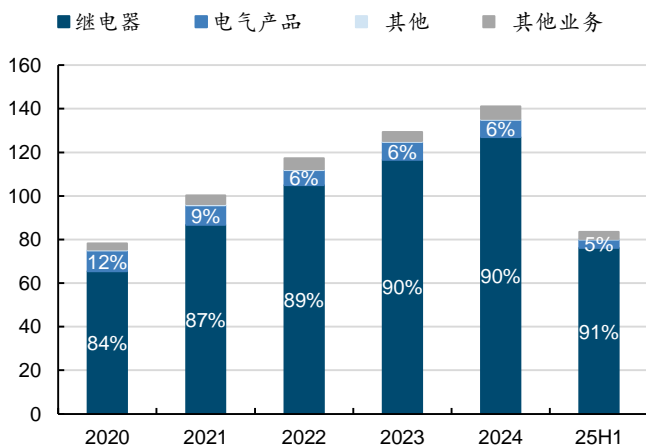
来源：wind，国金证券研究所

继电器营收占比高、盈利稳定，电气产品等新门类仍处于早期开拓阶段。

继电器贡献第一大营收（25H1 营收占比 91%），在 2020-2024 年间保持 18%的稳健复合增速，毛利率基本维持 35-40%区间，主要受原材料价格及产品结构变化有所波动；2020 年以来电气产品（主要是低压电器）CAGR 小幅下滑，主要系国内建筑配电相关需求较弱叠加业务处于早期、竞争激烈，毛利率呈现逐渐爬坡趋势。

图表4：公司继电器业务营收占比超过 90%

图表5：公司继电器业务毛利率基本维持 35-40%之间



来源：wind，国金证券研究所 (*注：图中百分比为各业务板块营收占比，单位：亿元)

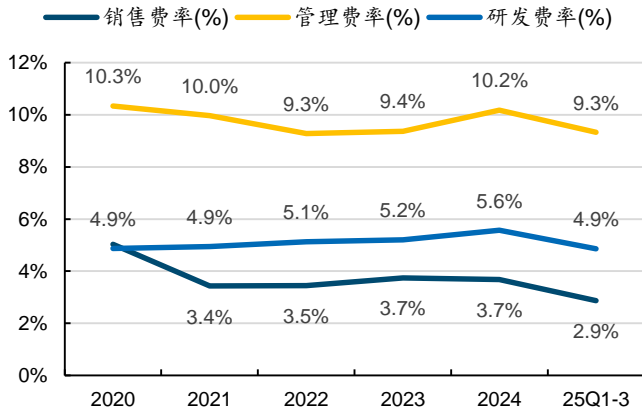
来源：wind，国金证券研究所

整体费用率管控良好，盈利能力基本稳定。

公司高度重视研发投入，2020 年以来公司持续加码人才储备，研发团队规模由 2020 年的 1426 人大幅跃升至 2024 年的 2391 人，通过持续的资金与人力注入加速产品矩阵完善及性能迭代。销售、管理费用率窄幅波动，盈利质量持续向好，净利率基本维持 15%左右。

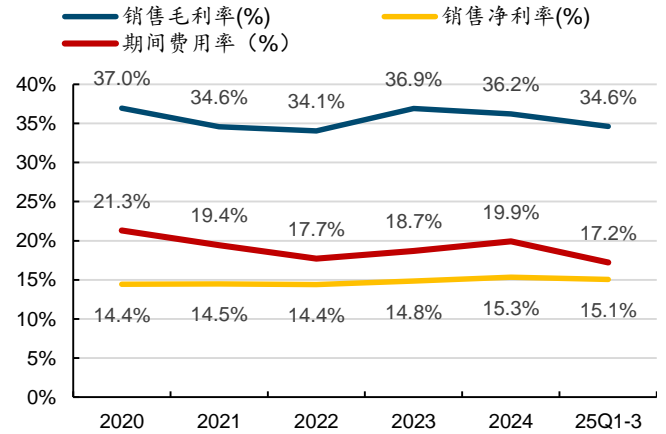


图表6: 公司销售、管理、研发费用率管控良好



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 公司盈利能力相对稳定



来源: wind, 国金证券研究所

1.2 公司亮点: 国际化布局、垂直一体化&自动化生产、经营稳健

(一) 亮点①: 市场维度——海外自设生产基地+网点、国际化布局稳步推进

公司早期通过经销商的方式拓展海外市场, 2003/2007 年先后设立欧洲、美国子公司强化自主品牌输出, 2017 年正式明确“全球发展战略”, 强调通过兼并、收购、建厂等手段向本地化制造转型, 2019 年首家海外工厂印尼宏发正式投产, 同年并购德国海拉“汽车继电器业务”, 进入汽车电子高端市场并提升全球影响力。

目前公司在全球已拥有“3+2”生产基地: 厦漳基地(福建厦门、福建漳州)、东部基地(浙江宁波、浙江舟山、浙江诸暨)、西部基地(四川德阳、陕西西安)、印尼基地(印尼)、欧洲基地(德国), 具备全球化的市场运作和技术服务能力, 积极布局全球营销网点(聘用当地国籍员工作为总经理, 并外派一位核心骨干出任业务负责人, 更加了解不同地区客户情况、去除代理环节从而减少销售费用), 产品出口到全球 120 多个国家和地区。

从收入结构来看, 2024 年主营业务中海外占比 32% (美洲 10%、欧洲 10%、亚太 12%)。以美国、墨西哥为主的美洲市场提供较为稳定的销售收入; 欧洲市场以英国、德国为主要收入来源。展望未来, 欧洲新能源汽车渗透率进一步提升、亚太/中东/拉美等新兴市场受电力数字化与本地制造扩张驱动, 有望成为增量主战场, 同时考虑到全球贸易壁垒等因素, 我们认为公司将持续推进海外产能建设、提高全球市占率。

图表8: 公司坚持全球化战略, 全球已拥有“3+2”生产基地, 产品出口到全球 120 多个国家和地区



来源: 公司公告, 国金证券研究所



(二) 亮点②：产业链维度——垂直一体化布局+高度自动化生产保障产品质量

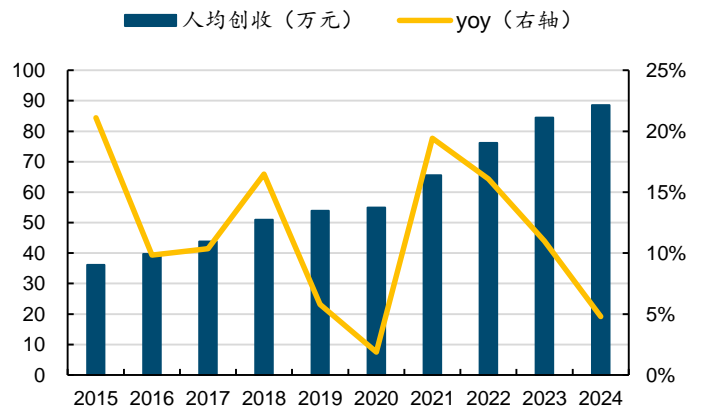
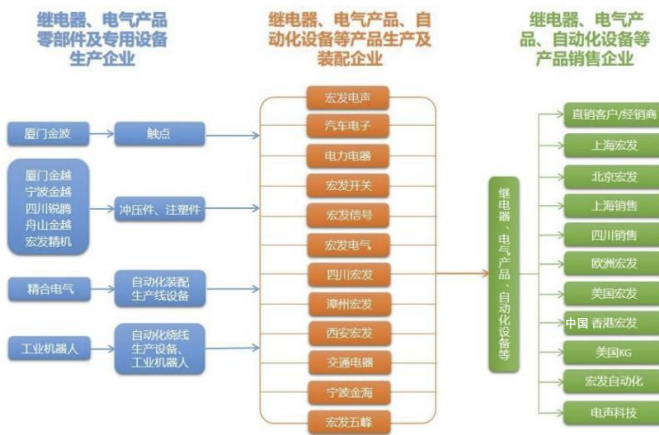
公司在成立之初确立“以质取胜”的经营理念，始终将产品质量位于首位。一方面，公司在零部件/产线设备/模具上均实现自主设计和制造，形成高度的产业链纵向一体化布局。一体化布局有助公司解决生产设备及生产环节存在的痛点问题、缩短产品开发周期，提高公司的生产效率和产品质量，同时减少供应链环节的溢价、降低成本。

另一方面，公司拥有先进的继电器自动化设备设计制造能力。公司早在 1998 年便成立厦门精合公司致力于自动化装备的研发和制造，2014 年以来持续高技改投入提升产线自动化水平，2024 年累计投入技改总金额超 9 亿元，建立柔性化、自动化生产线 29 条，引进前道高精度先进设备 61 台套，继电器中高级产线占比突破 80%。

自动化程度的上升提高了公司人均生产效率（自 2015 年公司导入人均效率作为绩效考核指标以来，公司人均产值逐年持续提升），保证了产品质量的一致性和稳定性（2024 年继电器总体客诉不良率下降至 0.05ppm 以下，三大关键缺陷水平改善至 1ppm 以内）。

图表9：公司已形成完备的继电器及电气产品产业链

图表10：公司人均产值逐年持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

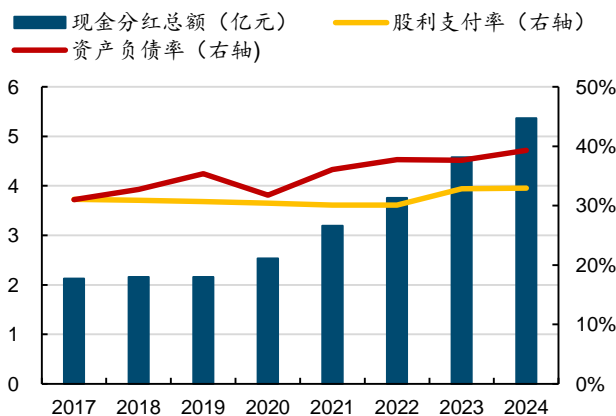
来源：wind，国金证券研究所

(三) 亮点③：经营维度——风格稳健、受长线资金青睐

2017 年以来公司股利支付率常年稳定在 30% 以上，资产负债率控制在 40% 以下，经营风格稳健，高级管理层长期在公司任职。此外自公司 2012 年上市以来业绩连续 13 年持续增长，吸引了众多长线资金的布局。截至 2025 年三季报，北向资金（香港中央结算）持股比例达 21%，基本养老保险基金、全国社保基金均位列公司前十大股东名单。

图表11：公司股利支付率、资产负债率较为稳定

图表12：公司受外资、基本养老保险基金、全国社保基金等资金青睐



股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例
有格创业投资有限公司	399,216,292	105.23	27.35%
香港中央结算有限公司	313,534,613	82.65	21.48%
联发集团有限公司	43,597,322	11.49	2.99%
全国社保基金—五组合	20,000,000	5.27	1.37%
基本养老保险基金—五零二二组合	17,111,674	4.51	1.17%
中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	16,983,072	4.48	1.16%
基本养老保险基金—零零一组合	12,749,487	3.36	0.87%
基本养老保险基金八零七组合	11,353,598	2.99	0.78%
全国社保基金四零六组合	9,381,791	2.47	0.64%
中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	8,958,880	2.36	0.61%
合计	852,886,729	224.81	58.42%

来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所 (*注：截至 2025 年三季报)



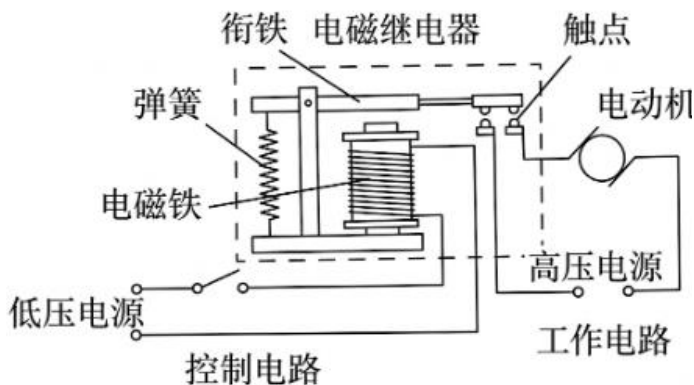
二、增长极：AIDC 释放高压直流继电器增长潜力，新产品打开成长空间

2.1 高压直流继电器：受益新能源汽车行业发展，AIDC 是未来核心增量

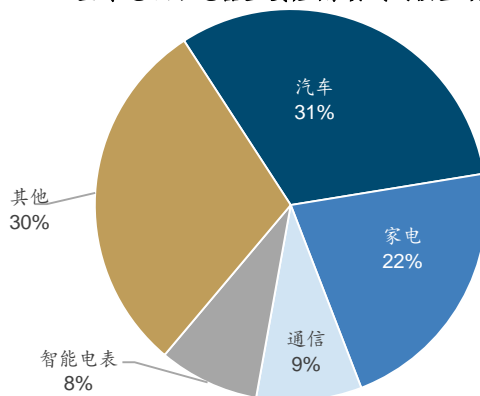
继电器是电气自动化控制与保护环节的重要部件，下游应用广泛。继电器本质是用小电流控制大电流的“自动开关”，在电路中起自动调节、安全保护、转换电路等作用：1) 当输入量(如电压、电流)达到规定值时，使被控制的输出电路导通或断开的电器，保障电气系统运行安全和操作人员的人身安全；2) 与接触器、开关、计时器等电路控制元件配合，通过设计开合逻辑、实现电气设备自动化控制。各类用电场景大多需用到继电器切换电路，因而继电器广泛应用于家电、汽车、电力、通信、工业等领域。

图表13：继电器类控制件的原理示意图：本质是用小电流控制大电流的“自动开关”

图表14：继电器主要应用于家电、汽车、电力、通信、工业等领域



全球电磁继电器主要应用领域（按金额）



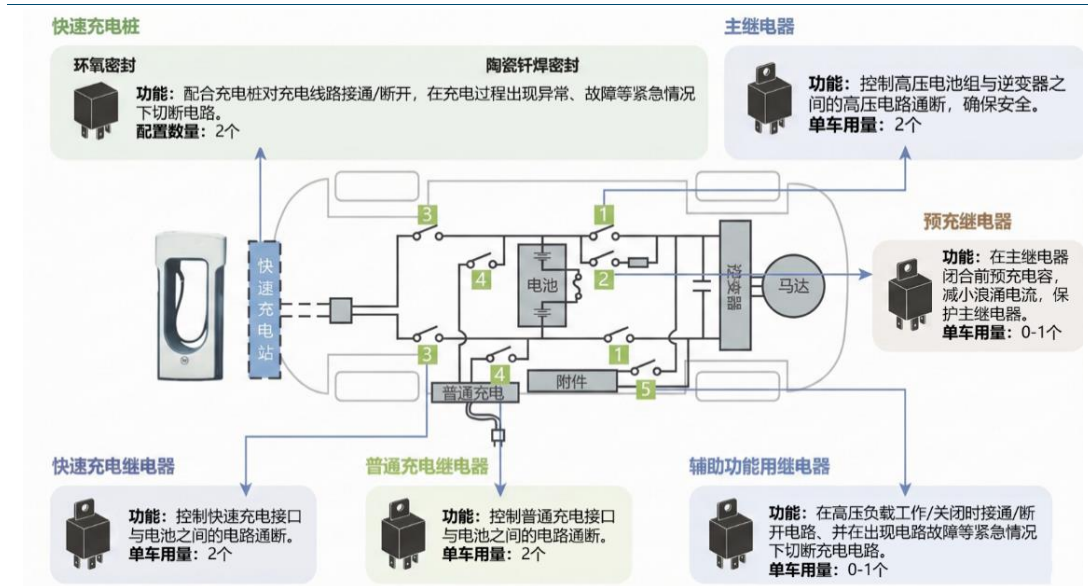
来源：美硕科技招股说明书，国金证券研究所

来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所（*注：采用2019年数据）

2.1.1 全球新能源汽车销量持续增长，公司龙头地位稳固

高压直流继电器主要应用于高电压环境，是新能源汽车刚需配置。与传统汽车12-48V主电路电压相比，新能源车主电路电压一般超过200V，传统继电器无法适应新能源汽车主电路电压，需要配置高压直流继电器（更强的灭弧和分断能力）。通常一辆新能源汽车需要配备6-8个高压直流继电器，包括2个主继电器、1个预充继电器、2个快充继电器、2个普通继电器和1个辅助功能用继电器。根据车型的差异，高压直流继电器的使用数量有所不同，随着未来汽车智能化、电子化程度加深，单车平均需求量有望逐步提升。

图表15：通常一辆新能源汽车需要配备6-8个高压直流继电器



来源：公司官网，《高压直流继电器基本介绍及触点分析》，国金证券研究所



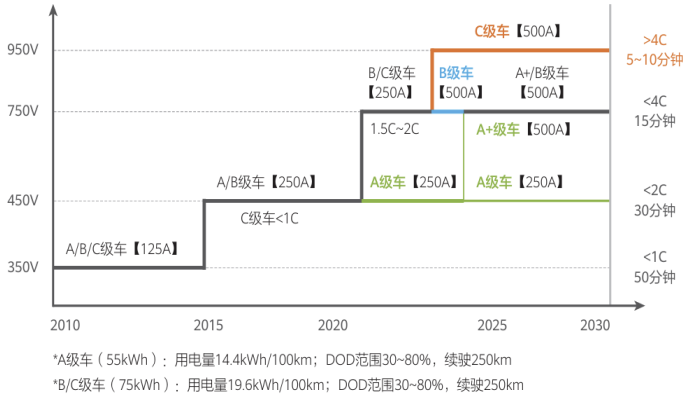
800V 高压平台渗透率持续提升，继电器技术要求更高、价值量进一步提升。

得益于 800V 平台对充电时间和整车动力性能的双重提升，将整车高压平台升级到 800V 成为新能源车型的重要发展方向。截至 2025 年前三季度，已有超 30 个汽车品牌完成 800V 车型的布局，市场渗透率达到 13.7%，商业化进程明显提速。根据盖世汽车预测，到 2030 年，我国 800V 车型销量渗透率有望达到 33.5%。

价值量方面，高压直流继电器的单价与其额定功率、电流大小直接关联。考虑到高压平台将对高压直流继电器的耐压等级、使用寿命、载流能力产品参数有更高要求，价值量有望得到提升，我们预计高压直流继电器单价为 70-80 元/只（显著高于传统汽车继电器 2-3 元/只），单车价值量因不同车企、车型而异，大约在 400-600 元不等。

图表16：新能源车高压架构是实现快速补能的必然趋势

图表17：800V 新能源车市场渗透率持续提升



	800V车型品牌数	800V车型款数	800V车型销量 (万辆)	800V渗透率
2022年	7	13	12.9	3%
2023年	19	37	32.1	4%
2024年	28	61	100.8	9%
2025年前三季度	33	94	119.6	14%

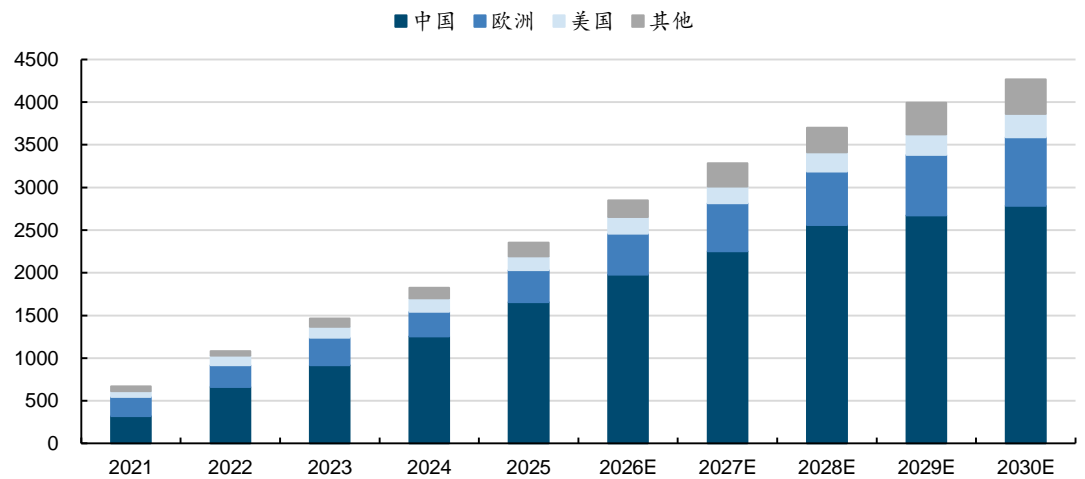
来源：华为《中国高压快充产业发展报告》，国金证券研究所

来源：盖世汽车，国金证券研究所

新能源汽车销量持续增长，到 2030 年全球销量有望提升至 4265 万辆，CAGR 约 13%。

在全球应对气候变化和推动低碳经济转型的趋势下，新能源汽车渗透率有望持续提升。根据 EVTank 数据 (2026 年 1 月)，2025 年全球新能源汽车销量达到 2354 万辆，到 2030 年有望提升至 4265 万辆，CAGR 约 13%。

图表18：预计 2030 年全球新能源汽车销量有望达到 4265 万辆，市场渗透率将超过 40%



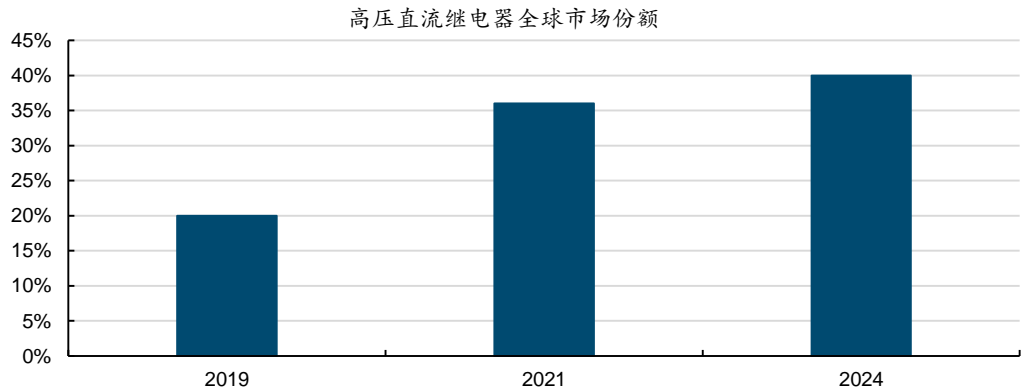
来源：EVTank，国金证券研究所 (*注：单位：万辆)

高压直流继电器格局较为集中，公司全球龙头地位稳固。

公司高压直流继电器竞争对手主要分为三类：国际专业厂商（松下、Denso、Gigavac 等）、国内二线厂商（比亚迪、上海西艾爱等）、国内新进入者（三友联众等）。根据公司公告，2024 年公司高压直流继电器国内份额 50+%，全球 40+%，龙头地位显著。



图表19: 2024 年公司高压直流继电器全球份额超 40%

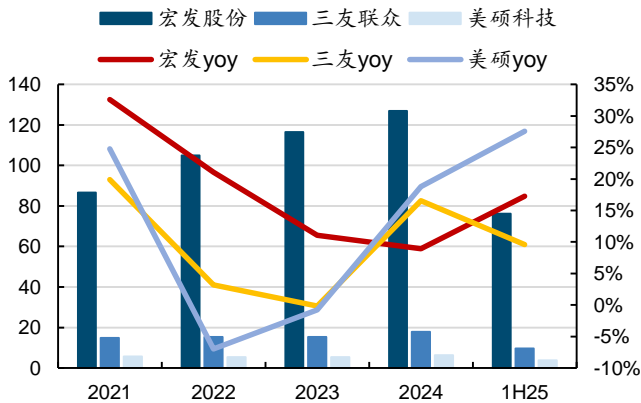


来源: 公司公告, 国金证券研究所

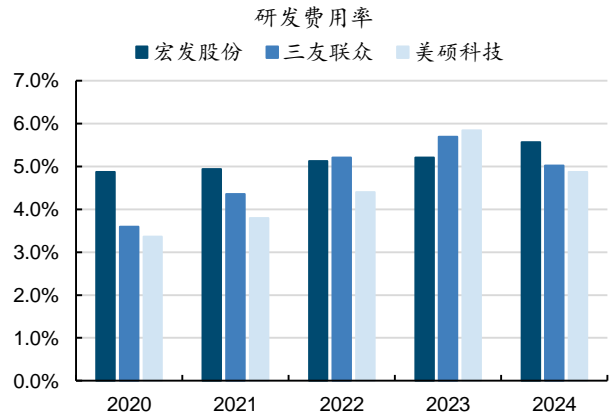
我们认为, 除前文提到的垂直一体化布局+高度自动化生产保障产品质量, 公司在新能源汽车领域的客户资源、规模优势、高研发投入&定制化能力是其巩固市场地位的关键。

- 客户资源: 高压直流继电器是车规级产品, 整车厂对高压直流继电器产品验证周期较长, 不会轻易更换供应商, 因此已经进入车企供应链的继电器企业具有较大先发优势。目前公司已经与全球主流新能源车厂均开展合作, 客户包括特斯拉、比亚迪、蔚来、北汽、奔驰、大众、宝马、路虎、保时捷、丰田等等。
- 规模优势: 除新能源汽车领域, 公司产品辐射传统汽车、家电、电力等多个下游领域, 营收规模显著领先同行, 产品品类的拓展将巩固其规模效应, 进一步提高盈利能力。
- 高研发投入&定制化能力: 与可比公司相比, 公司研发费用率稳定、基本保持领先。同时凭借垂直一体化布局, 公司能够调度内部零部件、模具、产线及设备厂商的资源, 更加迅速、准确地响应客户需求, 相比外资厂商标准化产品, 与客户配合度更高。

图表20: 公司继电器业务规模优势显著



图表21: 公司研发费用率稳定、基本领先同行



来源: wind, 国金证券研究所 (*注: 数据为全部继电器收入)

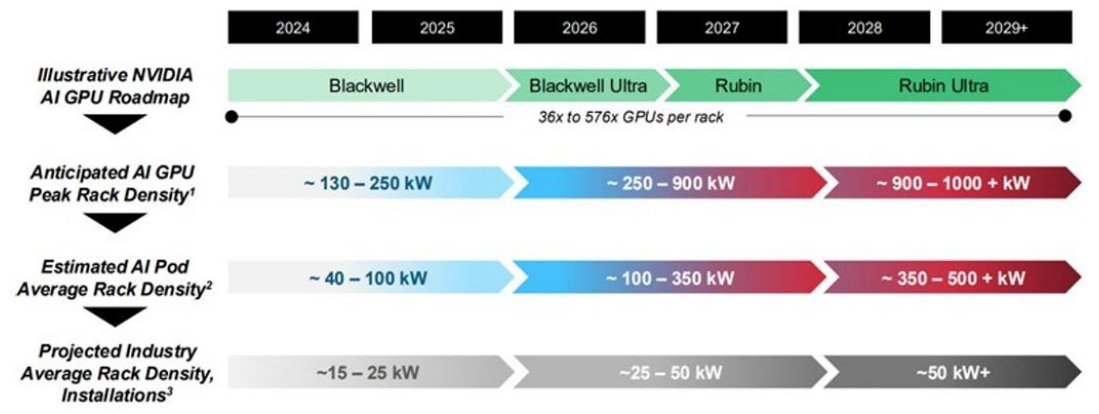
来源: wind, 国金证券研究所

2.1.2 AI 算力驱动数据中心电源架构变革, 公司直接受益于技术迭代带来的量价齐升
AI 服务器功率密度大幅提升, 数据中心供电架构正加速从交流转向高压直流以降低损耗。

随着 AI 服务器对于计算性能需求的不断增长, 服务器的功率消耗量显著增长。根据 Vertiv 预测, 2024-2029 年 AI 服务器平均机架密度将从 40-100kW 增加至 350-500kW, 这一趋势需要数据中心提供更高功率密度和效率的电源解决方案。2025 年 10 月 15 日 OCP 大会, 英伟达发布《下一代 AI 基础设施的 800 伏直流架构》白皮书, 明确 800 伏直流凭借在效率、转换阶段、设备可用性之间的平衡, 成为当前切实可行解决方案。

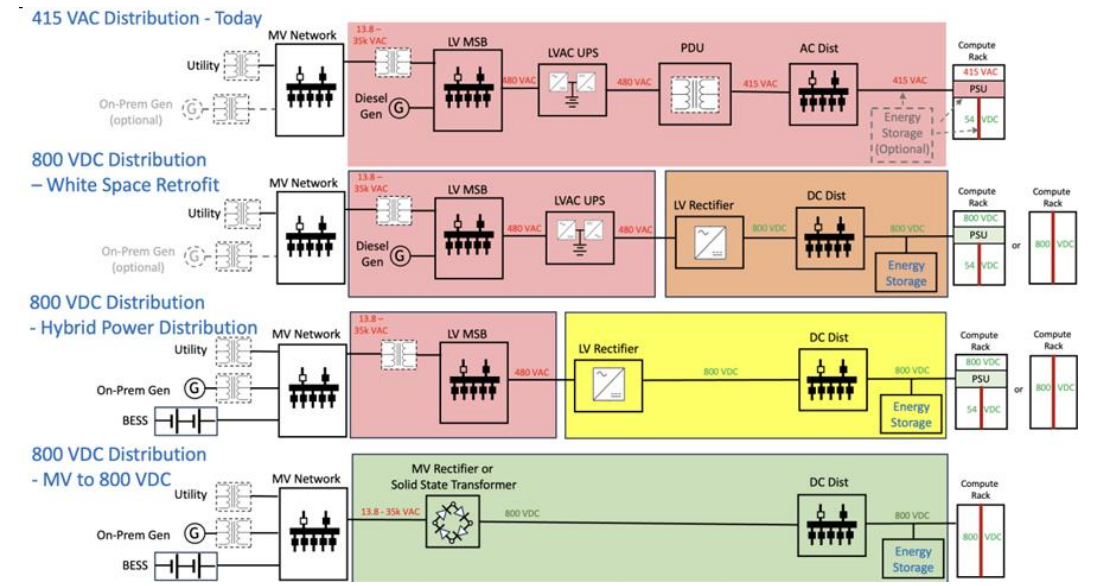


图表22: Vertiv 预计 AI GPU 的机架密度将持续增长



来源: Vertiv-2024-Investor-Event-Presentation, 国金证券研究所

图表23: 英伟达明确 800V 全直流供电架构是未来趋势



来源: 英伟达, 国金证券研究所

AI 数据中心释放高压直流继电器增长潜力, 公司产品布局全面有望充分受益。

传统数据中心领域, 继电器主要应用于上游配电环节 (ATS、高低压开关柜、柴油发电机组等)、核心供电环节 (UPS、PDU、服务器电源等)、以及辅助基础设施 (温控与安防), 公司主要产品是电源配套功率继电器, 客户包括台达、维谛、伊顿、施耐德、麦格米特等头部厂商。AIDC 高压直流供电趋势下, 直接带来继电器环节“量+价”双升:

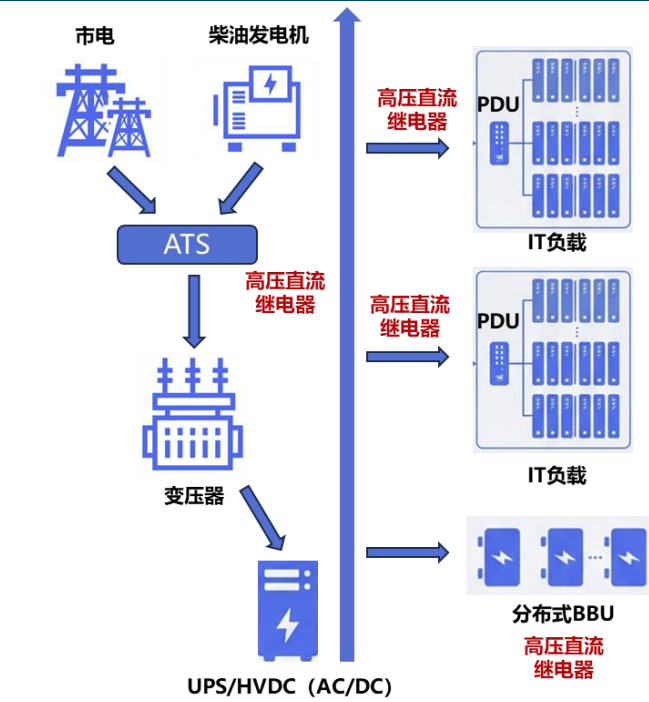
- 量: 新增高压直流继电器应用场景: ①BBU: AI 负载波动大, 传统铅酸电池响应慢/占地大, 锂电 BBU 渗透率提升, 须配备高压直流继电器 (类似电动车的 BMS 架构); ②配电 PDU: 传统交流向高压直流演进, 传统继电器面临“直流拉弧”失效风险, 需换成具备更强灭弧能力的高压直流继电器; ③ATS: 未来“源网荷储”一体化全直流数据中心架构, ATS 面临从交流到直流的形态重塑。
- 价: 直流电缺乏交流电自然存在的“过零点”, 电弧难以自行熄灭, 必须引入磁吹灭弧、充气灭弧室以及陶瓷密封等低成本技术, HVDC 渗透有望带动继电器 ASP 提升。

数据中心领域有望显著释放高压直流继电器增长潜力, 根据公司公告, 预计 2026-2027 年 AIDC 领域高压直流继电器市场规模有望达到 30-40 亿元。公司作为高压直流继电器的绝对龙头, 伴随行业 26、27 年 HVDC 方案逐步量产, 有望持续受益。此外, 除了继电器产品, 公司品类不断拓展, 从单一产品 (断路器、连接器、互感器、电容器等) 到各类模块、整体解决方案均有所布局, 未来有望进一步提升数据中心领域单位价值量。



图表24: AIDC 为高压直流继电器带来新应用场景

图表25: 数据中心领域公司布局涵盖元器件到解决方案



来源: 国金证券研究所绘制

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 五类新产品 (非继电器业务): 看好公司通过产品打包销售&模块化优势加速导入

“扩大门类”是公司未来增长重点战略之一, 24 年全年完成新品研发项目 405 项, 其中“5+”产品 (低压电器 (配电电器、终端电器、控制电器等)、连接器、电容器、熔断器、电流传感器等) 开发项目占比近 50%, 5 类新产品合计 TAM 超 1 万亿元 (2024 年数据), 增量空间广阔。

公司新产品重点围绕新能源、电动车等市场布局, 定位中高端领域, 同时以海外和头部客户为突破口。2024 年公司非继电器业务营收 14 亿元, 占比 10%, 毛利率低于各细分产品龙头, 主要由于公司非继电器业务中低毛利业务低压电器占比较高, 同时整体非继电器业务营收体量较小。

图表26: 非继电器业务总览: 重点围绕新能源、电动车等市场布局, 定位中高端, 同时以海外和头部客户为突破口

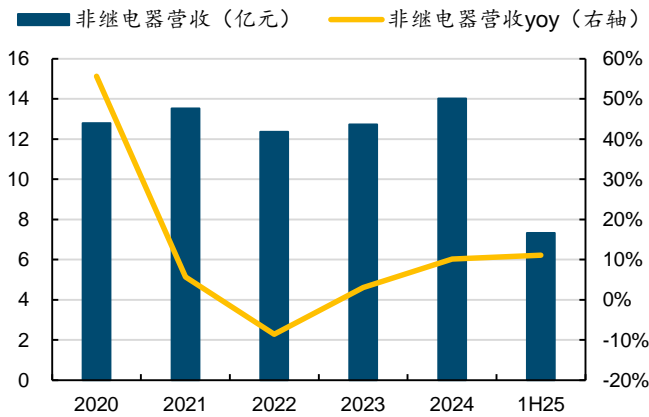
产品	功能/用途	市场空间 (亿元)	主要应用领域	公司重点布局方向/目前主要客户	主要竞争对手
低压电器	常用于住宅和商业环境中的照明、供暖、制冷和其他家用电器, 起通断、保护、控制或调节作用	4190	建筑、工商业、电力电网、家用电器	产品聚焦电网/新能源项目, 客户包括宁德时代、金风、开利等	施耐德、ABB、西门子、伊顿、正泰、良信、天正
连接器	用于电路连接 (信号或电力传输) 的设备	6055	工控、家用电器、新能源汽车、新能源	聚焦通信和能源领域, 即充电桩 (主要客户包括特来电) 和基站, 拓展储能、数据中心市场	TDK、Murata、法拉电子、铜峰电子
薄膜电容器	用于滤波和储能的设备	289	工控、家用电器、新能源汽车、新能源	聚焦汽车和新能源领域, 获得蔚来等客户定点, 通过主要新能源客户审厂, 项目稳步推进	TDK、Murata、法拉电子、铜峰电子
熔断器	用于保护电路免受过流和过载情况影响的安全装置	315	新能源、新能源汽车、家用电器	客户集中在储能、光伏、风电和充电桩领域, 目标突破汽车领域 (单独上车/集成到PDU/BDU等模块)	Littlefuse、Mersen、中熔电气、好利科技
电流传感器	用于测量电流强度并将其转换为相应信号的装置	230	汽车、工业、通信、消费电子	下游客户主要来自电表, 新能源、电动汽车和储能项目海外客户取得突破	德州仪器、Allegro、霍尼韦尔、大北互、山东泰开、平高电气

来源: 公司公告, 中国电子元件行业协会, 格物致胜, Bishop&Associates, GMI, 国金证券研究所 (*注: 市场空间采用 2024 年全球数据)

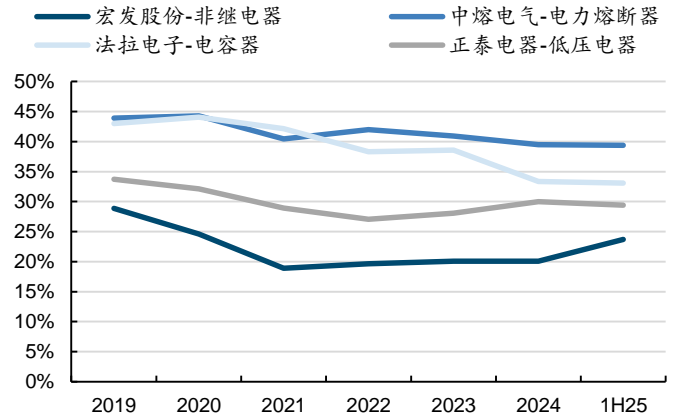


图表27: 24年公司非继电器业务营收14亿元, 占比10%

图表28: 公司非继电器业务毛利率低于可比公司



来源: wind, 国金证券研究所



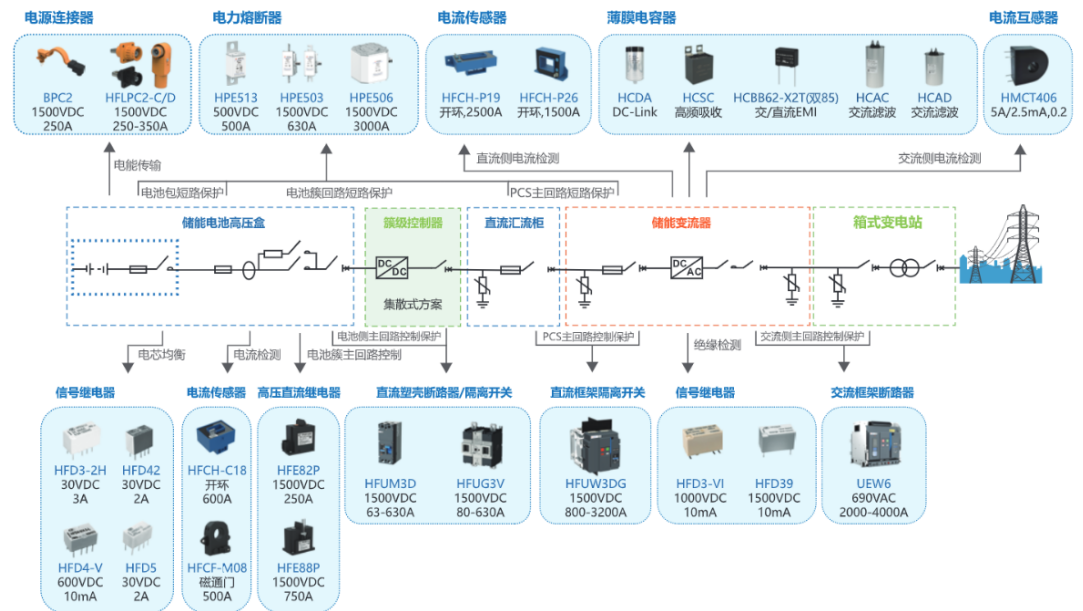
来源: wind, 国金证券研究所

看好公司从现有客户群拓展, 通过产品打包销售&模块化优势加速导入。

公司非继电器业务仍处于早期发展阶段, 各类新产品所处细分市场均有实力强劲的竞争对手, 凭借单一产品拓展市场、提高份额难度较高, 打包销售、模块化产品是破局的关键:

- 打包销售: 公司继电器业务与新品类下游存在高度重合(新能源、电动车、工业、家电等), 凭借已有的继电器客户群导入新产品, 打包销售降低客户开发成本, 在供应链整合趋势下(降低管理成本和供应链风险), 具备多品类供应能力的厂商更具优势。
- 模块化: 为客户提供模块化产品, 而不是仅仅销售单个继电器元件。例如典型 PDU/BDU 模块以继电器为核心部件(预计价值量占比超过 30%), 同时包括熔断器/连接器/传感器等非继电器产品作为关键部件。相比于竞争对手需要外购继电器等产品, 公司自制核心高价值元件, 拥有更强的成本控制能力和定价主动权。

图表29: 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品

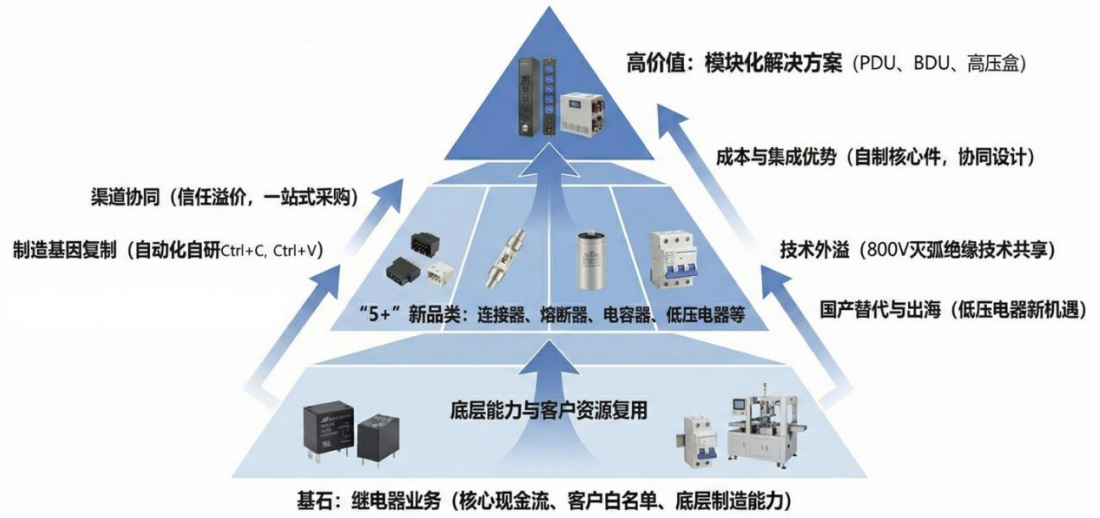


来源: 公司官网, 国金证券研究所 * (注: 图片为公司储能系统元器件解决方案)

公司基于核心工艺(精密冲压、注塑、自动化)和核心客户(新能源、电动车)扩张产品, 本质是底层制造能力的通用性以及客户资源的复用性。中长期视角, 我们看好公司从现有客户群拓展, 通过产品打包销售&模块化优势加速导入, 实现从“全球继电器龙头”向“全球领先的电子元器件及模块解决方案商”跨越。



图表30：公司基于底层制造能力的通用性以及客户资源的复用性加速新产品放量



来源：国金证券研究所绘制

三、基本盘：传统继电器稳健增长，公司龙头地位持续夯实

公司在不同下游细分市场呈现出显著的份额与盈利差异，其核心原因可以归结为技术壁垒、竞争格局、下游话语权以及产业发展阶段：

在新能源、电力领域，公司具备先发优势，以超过 50% 的绝对市占率筑牢基本盘；家电领域，公司份额超过 30%，但行业成熟、下游集中度高、竞争激烈导致盈利水平较弱；汽车与信号领域，公司份额领先，盈利能力优异（认证周期长、客户替换成本高，公司议价能力强）；工控市场具有“客户分散”的特点，外资品牌先发优势稳固，公司当前市占率仅为个位数，未来在制造业 PMI 回暖及设备更新驱动下，存在巨大的渗透与替代空间。

展望 2026 年，我们预计新能源（光伏+储能）仍有望维持高景气；汽车弱电、工控和信号继电器稳健增长；电力继电器受益国网新标准电表招标、新兴市场拓展及北美市场复苏等因素景气度有望持续改善；家电则在国内补贴退坡及市场竞争等因素影响下维持中低增速。

图表31：公司传统继电器分产品主要应用场景&行业驱动因素&市场份额&盈利水平&景气度展望

产品分类	下游主要应用场景	行业主要驱动因素	公司市场份额	盈利水平	景气度展望
新能源	光伏发电、电化学储能、充电桩等	光伏装机、储能装机等	57%	★★	高景气维持 ↑
家电	家用电器、电源控制、智能家居、办公设备等	家电销量	32%	★	略有承压 →
电力	智能电表、智能电网、继电保护等	电网改造、电表周期更换	57%	★★	拐点向上 ↗
汽车	车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息等控制系统	新能源汽车、燃油车销量	23%	★★★	稳健向上 ↗
信号	通讯网络、安防监控、消防、智能家居等	安防、消防、网络通讯、智能家居等需求	30+%	★★★	稳健向上 ↗
工控	电源控制、安全控制、中继控制、PLC及控制面板等	制造业PMI、工业企业库存	个位数	★★	稳健向上 ↗

来源：公司公告，国金证券研究所 (*注：新能源市场份额为 2022 年数据，家电市场份额为 2023 年数据，其余市场份额均为 2024 年数据)



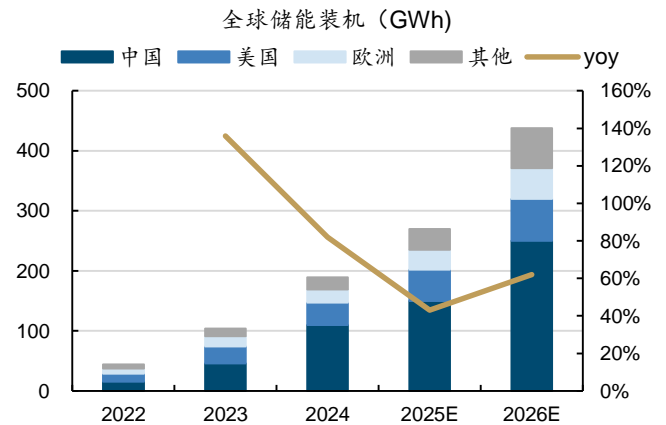
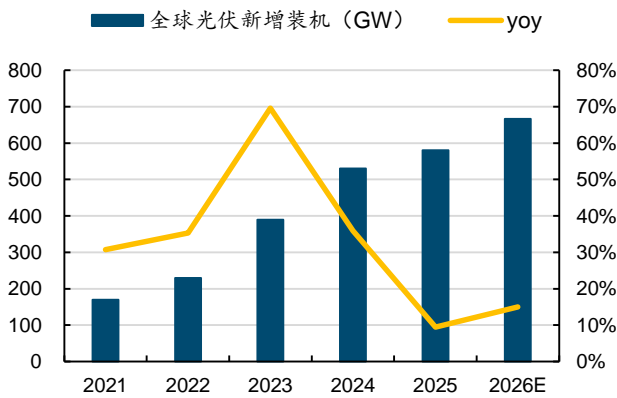
3.1 新能源：高景气有望延续，公司为全球绝对龙头

25 年国内光伏装机高基数背景下，预计 26 年需求相对承压，海外需求整体持续高景气，其中美国受《大而美法案》及关税政策影响需求或有一定波动，预计同比持平左右；欧洲市场增速放缓，高基数下维持低速增长；中东、东南亚等新兴市场快速增长。根据中国光伏行业协会 CPIA 乐观预测，2026 年全球光伏新增装机有望达到 667GW，同比+15%，“十五五”全球年均光伏新增装机 725-870GW。全球储能行业正开启增长新周期，增长动力由过去的单一新能源消纳，转变为“AI 算力基建+能源转型刚需+电网阻塞”的三重驱动，预计 2026 年全球储能新增装机将达 438GWh，同比增长 62%。

在光伏、储能领域，公司提供完整光伏逆变器、储能系统用继电器方案并绑定头部客户（华为、阳光电源、上能电气、海博思创等）。根据公司 2023 年年报，公司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绝对领先，未来有望持续受益行业高景气。

图表32：预计 26 年全球光伏新增装机 667GW，yoy+15%

图表33：预计 26 年全球储能新增装机 438GWh，yoy+62%



来源：中国光伏行业协会 CPIA，国金证券研究所 (*注：26 年为乐观情况预测)

来源：GNESEA, Wood Mackenzie, EMME, 国金证券研究所

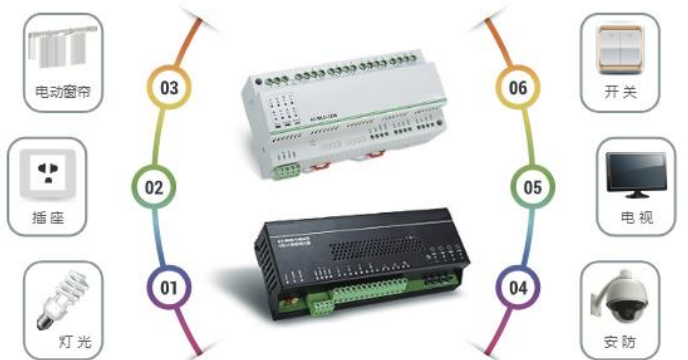
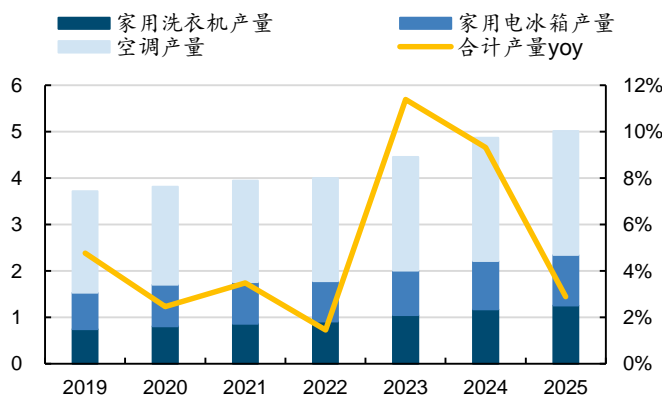
3.2 家电：中低速稳健增长，贡献充足现金流

家用电器是功率继电器最主要的下游应用市场，单台家电大约需要 4-8 个继电器不等，随着家电朝着智能化、节能化方向发展，平均用量有望进一步增长。2025 年国内家用洗衣机、家用电冰箱、空调合计销量 5 亿台，同比+3%。伴随智能家居、高端家电的发展，同时考虑到国内补贴退坡、行业竞争情况，我们预计 2026 年家电市场对功率继电器的需求有望保持中低速稳健增长。

公司深度绑定白电龙头格力、美的、海尔，海外覆盖三星、西门子、LG 等，2023 年全面导入美的、苏泊尔、九阳等重点客户，订单结构从白电扩展至小家电、智能家居场景，家电领域功率继电器全球市场份额提升至 31.6%。未来公司将聚焦绑定白电龙头+小家电/智能家居导入+突破海外高端，以产品质量/效率优势巩固份额，为其他业务贡献充足现金流。

图表34：25 年国内家用洗衣机、家用电冰箱、空调合计销量 5 亿台，同比+3%

图表35：公司智能家居解决方案，产品包括灯光控制、智能开关、智能插座、智能窗帘等



来源：ifind，国金证券研究所 (*注：单位：亿台)

来源：公司官网，国金证券研究所



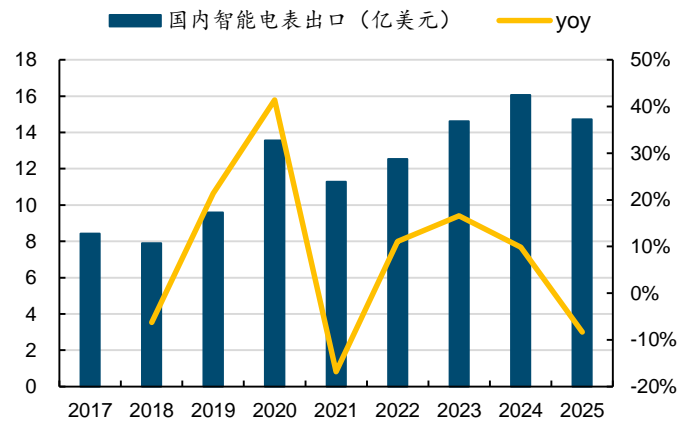
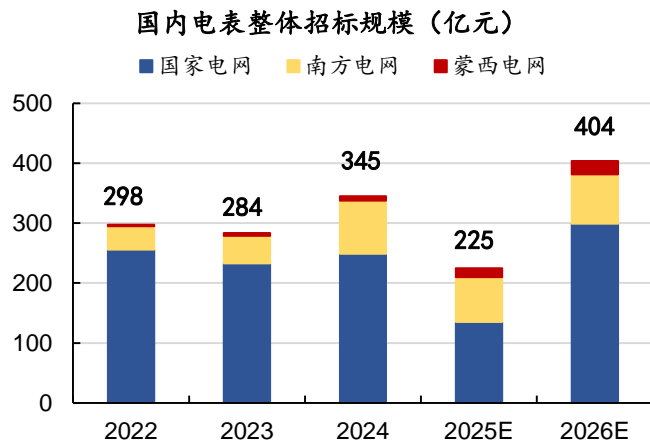
3.3 电力：主要应用于智能电表领域，景气度有望持续修复

电力继电器广泛应用于智能电表、智能配网、继电保护等领域，其中智能电表是最主要的下游应用，主要由国内智能电表更换以及海外智能电网建设带来智能电表加速渗透驱动。25年受技术标准升级磨合期、价格博弈等因素影响，国网智能电表招标金额约135亿元，同比-46%，同时海外需求周期性波动，国内智能电表出口同比-8%。展望2026年，国网电表新标准招标有望迎量价齐升，全球智能电表短期波动不改长期铺设需求，南美、东南亚等新兴市场的需求有望加速释放。

公司为Enel、威胜、许继、林洋、海兴等国内外头部客户稳定供货，根据公司2024年年报，公司维持国网份额的同时，进一步抓住全球电网改造机遇，电力继电器产品以57.1%的市场份额多年维持行业第一，看好公司电力继电器业务跟随全球需求稳健增长。

图表36：预计国网新标准带动26年国内电表市场规模同比+68%

图表37：2025年国内智能电表出口同比-8%



来源：国家电网，南方电网，蒙西电网，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

图表38：全球主要国家智能电表渗透率&市场规模&未来增速情况展望

大洲	地区	主要国家	人口(亿)	智能电表渗透率(%)	市场规模(亿美元)	市场规模占比	未来3年CAGR
亚洲	东亚	中国、日本、韩国	16.5	95%	74	42%	适中
	西亚	沙特、阿联酋、伊朗、阿曼	3.1	35%			
	东南亚	印尼、泰国、马来西亚、越南、柬埔寨	7.0	15%			
	南亚	印度、巴基斯坦、孟加拉	20.6	5%			
欧洲	西欧	法国、英国、荷兰、比利时、爱尔兰	2.0	80%	49	28%	快速
	北欧	瑞典、挪威、芬兰	1.1	90%			
	中东欧	德国、波兰、捷克、匈牙利、奥地利	2.9	20%			
	南欧	意大利、西班牙、葡萄牙、希腊、斯洛文尼亚、克罗地亚、罗马尼亚	1.5	60%			
非洲	非洲	南非、尼日利亚、埃及	15.2	5%	5	3%	较快
北美洲	北美洲	美国、加拿大	3.9	85%	37	20%	稍慢
南美洲	南美洲	巴西、墨西哥(拉美)、阿根廷、智利	4.4	7%	10	6%	快速

来源：GMI, GVR, TRANSFORMA INSIGHTS, 联合国, 国金证券研究所

3.4 汽车：智能化&高端化提升单车价值量，公司份额持续提升

汽车继电器广泛应用于汽车动力、安全、底盘、车身、防盗等系统，是汽车上应用最多的电子元器件之一，其增长主要受：①下游汽车（燃油车&新能源汽车都需要配置传统低压继电器）销量、②汽车智能化、高端化提升单车价值量（功能复杂度提高导致继电器用量增加）双重因素驱动。2025年全球汽车销量达9647万台，同比+5%，不同车型单车用量20-70颗，对应每年全球需求超30亿颗（按照平均单车40颗计算），市场规模约120亿元（按照单价3元/颗测算）。



汽车继电器占整车成本低，但可靠性要求高，主流整车厂通常选择 2-3 家继电器供应商，格局相对稳定，公司竞争对手松下、泰科等凭借先发优势，早期占据领先地位。2018 年公司汽车继电器全球份额约 8%，国内业务为主，2019 年公司收购外企海拉电气所有继电器业务，顺利承接其继电器客户（大众、奥迪、戴姆勒等德系车企及部分美系车企）及渠道，加速突破海外客户，叠加近年国内车企全球份额提升，2024 年公司全球份额提升至 23%。

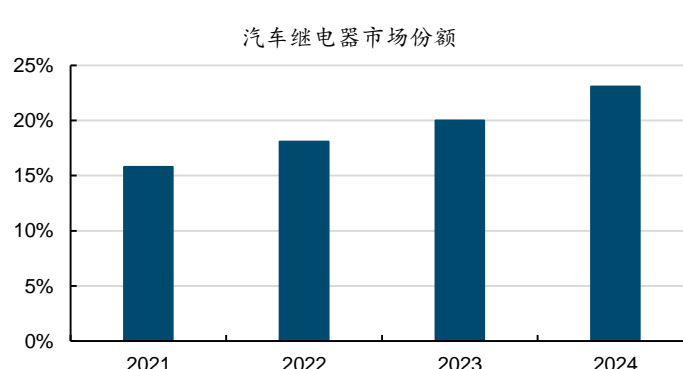
中长期来看，中国汽车品牌的全球份额提升、汽车智能化等汽车继电器核心增长逻辑不变。公司在汽车领域覆盖全球主要汽车客户，受益全球汽车销量增长，同时从单一器件向模块方案发展，车身/高压控制盒、电子泵等模块类产品有望进一步提升公司单车价值量。

图表39：25 年全球汽车销量 9647 万台，同比+5%

图表40：公司汽车继电器份额持续提升



来源：国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

图表41：公司汽车继电器广泛应用于汽车动力、安全、底盘、车身、防盗等系统



来源：公司官网，国金证券研究所

3.5 信号：公司持续拓展下游应用，盈利能力强劲

信号继电器主要用于通讯、安防监控、智能家居、轨道交通等领域，下游较为分散。1999 年公司引入西门子第二代信号继电器产线；2003 年推出 HFD3 第三代信号继电器实现国内高端突破，打破外资垄断；2022 年 2 月公司研发的第五代信号继电器成功量产，在体积、功耗与驱动方式等核心指标上实现跨代领先，2024 年以 33.6% 的全球份额蝉联行业第一。

从盈利能力来看，信号继电器高于其他继电器下游，核心在于高技术壁垒（极小的体积内实现微弱信号的精准切换）+高安全权重（应用于安防、消防、网络通讯领域）+低成本敏感度三重叠加。我们认为，伴随 5G/物联网的广泛应用与 6G 临近，安防/消防/温控等细分领域的需求提升，信号继电器有望维持稳健增长，同时公司在智能家居、医疗设备、新能源配套、检测等领域持续深挖新应用能够进一步开辟成长空间。



图表42: 公司信号继电器安防系统解决方案



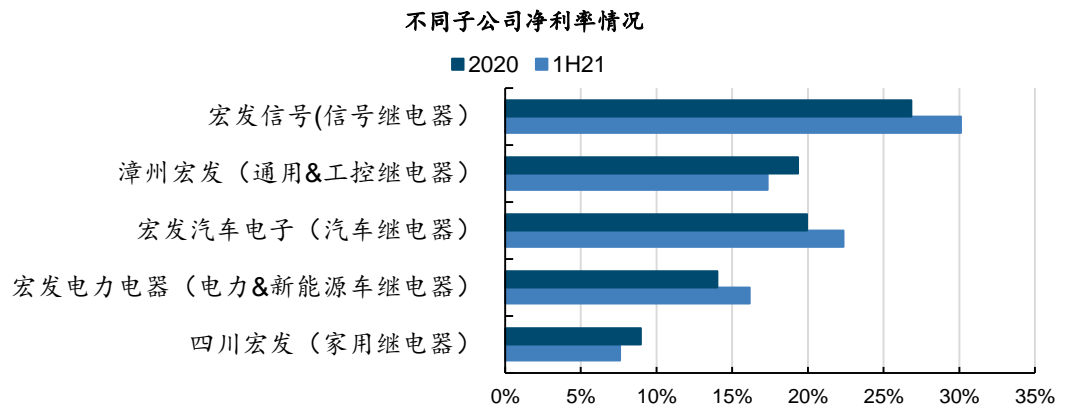
图表43: 公司信号继电器消防报警解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

图表44: 公司信号继电器业务盈利高于其他业务



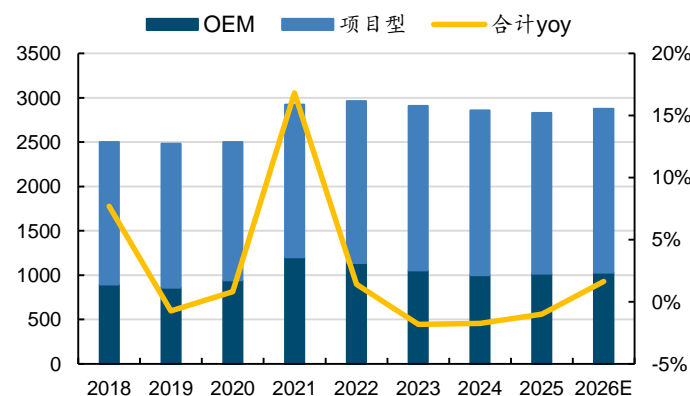
来源：公司公告，国金证券研究所

3.6 工控：行业持续复苏，下游需求分散，进口替代潜力大

工控继电器主要应用于工业自动化领域，包括机床、PLC、分布式控制系统以及电梯等机电一体化产品，需求主要受国内的工业自动化、智能化升级改造驱动。2025年国内自动化市场规模同比跌幅缩窄(OEM市场需求回暖，项目型市场需求下滑)，展望2026年，政策、AI、产业链升级等因素驱动，国内市场有望重回增长轨道。

公司客户主要为施耐德、三菱、西门子、汇川等。由于工业下游需求分散(家电、汽车等领域客户更集中、产品相对更标准)，同时客户一般不轻易更换供应商，目前公司市场份额低于其他领域。我们认为，随着国产替代以及模块化产品加速导入，公司未来份额有望持续、小幅提升。

图表45: 预计2026年国内工业自动化市场恢复增长



来源：MIR，国金证券研究所 (*注：单位 亿元)

图表46: 工业机器人、电池、包装、物流下游景气度高

下游	2025	下游	2025	下游	2025
机床	4%	食品饮料	1%	市政及公共设施	-5%
电子及半导体	-3%	塑料	4%	化工	2%
纺织	-3%	橡胶	2%	电力	7%
电池	7%	纸巾	-3%	冶金	-7%
电梯	-5%	工程机械	-1%	石化	-1%
包装	2%	印刷	-9%	汽车	4%
暖通空调	0%	建材	9%	采矿	6%
物流	0%	制药	-5%	造纸	-1%
工业机器人	4%	烟草	3%	项目型其他	-7%
起重	-10%	OEM其他	-4%	合计	-1%

来源：MIR，国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

1) **继电器**: 贡献第一大营收 (25H1 营收占比 91%), 包括高压直流继电器、功率继电器、汽车继电器、信号继电器、工业继电器、电力继电器和新能源继电器等品类, 广泛应用于家用电器、智能电网、新能源、建筑配电、汽车工业、工业控制和安防等领域。

高压直流继电器受益新能源汽车高压平台技术的渗透率提升及 AIDC 高压直流供电趋势; 新能源 (光伏+储能) 仍有望维持高景气; 汽车弱电、工控和信号继电器稳健增长; 电力继电器受益国网新标准电表招标、新兴市场拓张及北美市场复苏等因素景气度有望边际改善; 家电则在国内补贴退坡及市场竞争等因素影响下维持中低增速。

我们预计 2025-2027 年继电器实现营收 149.7/171.5/196.6 亿元, 同比增长 17.9%/14.5%/14.7%。考虑到公司高毛利产品 (高压直流继电器等) 及海外市场营收占比提升, 预计 25-27 年毛利率分别为 36.5%/36.7%/36.9%。

2) **电气产品**: 公司第二收入来源 (25H1 营收占比 5%), 产品包括低压电器、高低压成套设备等, 公司重点发展低压电器产品中的 MCB (小型断路器)、接触器 (专用和工控接触器)、CPS (控制与保护开关电器)、智能配电用户端等, 产品定位中高端市场, 应用于智能电网、新能源、建筑配电、轨道交通、工业控制、通讯网络及安防消防等领域。

公司加大力度推进“扩大门类”战略, 推动低压电器与继电器等形成整体解决方案, 向模块、解决方案延伸, 提升单客价值量与客户黏性。预计 25-27 年电气产品实现营收 9.0/11.6/14.4 亿元, 同比+14.1%/28.1%/24.4%, 随着产品结构优化、规模增长、制造工艺与自动化升级降本, 预计 25-27 年毛利率分别为 24.0%/25.0%/26.0%。

3) **其他产品**: 包含部分新门类产品, 整体营收基数较小, 公司有望通过产品打包销售&模块化优势加速导入, 25-27 年实现营收 0.7/2.8/4.7 亿元, 同比增长 62%/280%/65%; 业务规模不断扩大带来的成本摊薄, 预计 25-27 年毛利率分别为 20.5%/22.7%/23.4%。

4) **其他业务**: 非主营业务, 预计 25-27 年营收增速分别为+10%, 毛利率预计维持 20%。

■ **费用率假设**: 公司规模扩张、精益化管理水平持续提升, 预计 25-27 年销售费用率分别为 3.5%/3.4%/3.4%; 管理费用率稳中有降, 25-27 年分别为 9.4%/9.4%/9.3%。公司持续投入新产品研发, 预计研发费用率维持高位, 25-27 年分别为 5.5%/5.5%/5.5%。

■ 综上, 我们预计 2025-2027 年公司实现营收 165.7/192.8/223.3 亿元, 同比增长 17.5%/16.3%/15.8%, 毛利率为 35.2%/35.2%/35.3%, 归母净利润 18.8/22.5/26.3 亿元, 同比增长 15.3%/19.7%/16.8%。

图表47: 公司业务预测总览 (亿元)

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	117.3	129.3	141.0	165.7	192.8	223.2
YOY	17.1%	10.2%	9.1%	17.5%	16.3%	15.8%
毛利	40.0	47.7	51.1	58.3	67.8	78.8
毛利率 (%)	34.1%	36.9%	36.2%	35.2%	35.2%	35.3%
1、继电器						
营业收入	105.0	116.6	127.0	149.7	171.5	196.6
YOY	21.1%	11.0%	9.0%	17.9%	14.5%	14.7%
毛利	37.5	45.1	48.3	54.7	62.9	72.5
毛利率 (%)	35.8%	38.7%	38.0%	36.5%	36.7%	36.9%
2、电气产品						
营业收入	6.8	8.2	7.9	9.0	11.6	14.4
YOY	-24.3%	20.0%	-3.2%	14.1%	28.1%	24.4%
毛利	1.5	1.9	1.8	2.2	2.9	3.7
毛利率 (%)	21.5%	22.8%	22.6%	24.0%	25.0%	26.0%
3、其他产品						
营业收入	0.5	0.5	0.5	0.7	2.8	4.7
YOY	-10.4%	-4.3%	-11.8%	62.0%	280.0%	65.0%
毛利	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6	1.1
毛利率 (%)	17.9%	12.4%	17.4%	20.5%	22.7%	23.4%
4、其他业务						
营业收入	5.0	4.0	5.6	6.2	6.8	7.5
YOY	27.9%	-19.4%	40.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	0.9	0.6	0.9	1.2	1.4	1.5
毛利率 (%)	17.3%	15.6%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所



4.2 投资建议及估值

我们采用市盈率法对公司进行估值,选取主营业务、商业模式类似的可比公司:良信股份、中熔电气、汇川技术,2026年可比公司平均PE为28倍。考虑到公司全球继电器龙头地位,传统继电器业务份额持续提升、受益全球需求稳健增长,AIDC释放高压直流继电器增长潜力,低压电器、连接器、电容器、熔断器、电流传感器等新产品拓展开辟成长空间。我们给予公司2026年27倍PE估值,公司2026年目标市值为608亿元,对应目标价39.26元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

图表48: 可比公司估值表(市盈率法)(亿元)

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润(亿元)					PE				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
002706.SZ	良信股份	142	12.6	5.1	3.1	3.9	5.2	6.9	28	45	36	27	21
301031.SZ	中熔电气	149	151.6	1.2	1.9	3.7	5.1	6.6	127	80	41	29	23
300124.SZ	汇川技术	1,923	71.0	47.4	42.9	54.8	67.7	81.1	41	45	35	28	24
平均值									65	57	37	28	22
600885.SH	宏发股份	496	32.1	13.9	16.3	18.8	22.5	26.3	36	30	26	22	19

来源: wind, 国金证券研究所 *注: 1) 以2026年3月10日收盘价计算上述公司现价对应PE; 2) 除汇川技术, 均采用wind一致性预测

五、风险提示

宏观经济及下游市场需求波动风险: 公司产品应用于家用电器、智能家居、汽车工业、智能电网、工业控制、新能源等多个领域。如果出现宏观经济波动、政策调整等因素影响下游行业的景气度或下游市场需求, 可能会对公司经营业绩产生不利影响。

新产品市场开拓不及预期风险: 低压电器等电气产品的发展空间广阔, 公司将电气产品作为未来重点发展方向。目前低压电器行业市场化程度较高, 中高端市场主要以施耐德等外资品牌和部分国产高端品牌为主, 公司市场开拓存在一定不确定性。

原材料及供应链成本风险: 继电器产品的主要原材料包括铜、银、漆包线、工程塑料等, 若原材料价格持续上行将增加中游成本, 挤压下游利润, 从而影响整体行业需求。

国际贸易与地缘政治风险: 25年上半年公司海外业务占比接近30%, 产品销往全球多个国家和地区。若国际贸易摩擦加剧或地区冲突升级, 可能导致关税壁垒提高、物流成本上升或海外订单减少, 进而对公司的海外营收及盈利能力产生不利影响。

市场竞争加剧风险: 公司继电器业务占有较高的市场份额, 如果未来行业竞争加剧, 行业内其他竞争对手为了获得更多的市场份额, 通过收购、增资、技改等方式超预期的扩大产能或提高其竞争力, 公司现有的竞争优势存在被削弱的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,733	12,930	14,102	16,572	19,275	22,324
增长率		10.2%	9.1%	17.5%	16.3%	15.8%
主营业务成本	-7,737	-8,160	-8,996	-10,743	-12,497	-14,442
%销售收入	65.9%	63.1%	63.8%	64.8%	64.8%	64.7%
毛利	3,997	4,770	5,106	5,828	6,779	7,881
%销售收入	34.1%	36.9%	36.2%	35.2%	35.2%	35.3%
营业税金及附加	-88	-99	-109	-124	-145	-167
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-405	-484	-518	-572	-646	-748
%销售收入	3.4%	3.7%	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%
管理费用	-1,068	-1,212	-1,435	-1,549	-1,802	-2,076
%销售收入	9.1%	9.4%	10.2%	9.4%	9.4%	9.3%
研发费用	-602	-673	-785	-903	-1,051	-1,228
%销售收入	5.1%	5.2%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	1,835	2,301	2,259	2,679	3,136	3,662
%销售收入	15.6%	17.8%	16.0%	16.2%	16.3%	16.4%
财务费用	-3	-49	-70	-72	-56	-43
%销售收入	0.0%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-35	-81	-34	-55	-55	-61
公允价值变动收益	-88	-14	44	-20	10	20
投资收益	30	-95	-25	20	30	30
%税前利润	1.6%	n.a	n.a	0.7%	0.9%	0.8%
营业利润	1,859	2,251	2,444	2,807	3,320	3,864
营业利润率	15.8%	17.4%	17.3%	16.9%	17.2%	17.3%
营业外收支	0	-6	1	-5	5	5
税前利润	1,859	2,245	2,445	2,802	3,325	3,869
利润率	15.8%	17.4%	17.3%	16.9%	17.3%	17.3%
所得税	-170	-326	-282	-364	-431	-501
所得税率	9.1%	14.5%	11.5%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,689	1,918	2,163	2,438	2,894	3,368
少数股东损益	442	525	532	558	644	739
归属于母公司的净利润	1,247	1,393	1,631	1,881	2,251	2,629
净利率	10.6%	10.8%	11.6%	11.3%	11.7%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,689	1,918	2,163	2,438	2,894	3,368
少数股东损益	442	525	532	558	644	739
非现金支出	769	992	1,053	1,134	1,200	1,223
非经营收益	109	258	57	110	46	35
营运资金变动	-972	-508	-1,038	-589	-900	-1,008
经营活动现金净流	1,595	2,661	2,235	3,093	3,240	3,618
资本开支	-1,517	-1,024	-1,157	-1,618	-1,500	-1,500
投资	-502	-490	-1,050	111	13	18
其他	16	-142	-4	20	30	30
投资活动现金净流	-2,003	-1,657	-2,210	-1,487	-1,457	-1,452
股权募资	7	8	20	-343	0	0
债权募资	568	484	805	-1,372	-5	-43
其他	-528	-1,076	-714	-676	-771	-884
筹资活动现金净流	47	-584	111	-2,390	-776	-927
现金净流量	-343	429	122	-784	1,007	1,239

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,358	1,942	3,954	3,163	4,165	5,401
应收款项	4,327	4,932	4,975	5,756	6,674	7,704
存货	2,832	2,550	3,487	3,555	4,076	4,653
其他流动资产	828	1,189	465	422	461	503
流动资产	9,346	10,613	12,881	12,897	15,376	18,261
%总资产	58.4%	59.9%	62.3%	60.8%	64.0%	66.9%
长期投资	479	461	410	399	396	398
固定资产	4,760	5,207	5,613	6,118	6,460	6,787
%总资产	29.8%	29.4%	27.2%	28.9%	26.9%	24.9%
无形资产	741	839	876	924	949	972
非流动资产	6,645	7,111	7,784	8,303	8,665	9,015
%总资产	41.6%	40.1%	37.7%	39.2%	36.0%	33.1%
资产总计	15,991	17,724	20,664	21,199	24,041	27,276
短期借款	46	1,005	1,245	591	566	503
应付款项	2,150	2,135	2,589	2,820	3,280	3,791
其他流动负债	815	829	898	1,020	1,187	1,372
流动负债	3,010	3,969	4,732	4,431	5,033	5,666
长期贷款	591	119	711	361	361	361
其他长期负债	2,438	2,578	2,679	2,333	2,354	2,376
负债	6,038	6,666	8,122	7,126	7,748	8,403
普通股股东权益	7,496	8,341	9,504	10,478	12,053	13,894
其中：股本	1,043	1,043	1,043	1,548	1,548	1,548
未分配利润	5,014	5,667	6,605	7,921	9,496	11,337
少数股东权益	2,457	2,717	3,038	3,596	4,240	4,978
负债股东权益合计	15,991	17,724	20,664	21,199	24,041	27,276

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.196	1.336	1.564	1.215	1.454	1.699
每股净资产	7.189	8.000	9.115	6.771	7.788	8.978
每股经营现金净流	1.530	2.552	2.143	1.999	2.094	2.338
每股股利	0.360	0.439	0.515	0.365	0.436	0.510
回报率						
净资产收益率	16.64%	16.70%	17.16%	17.95%	18.67%	18.92%
总资产收益率	7.80%	7.86%	7.89%	8.87%	9.36%	9.64%
投入资本收益率	13.23%	13.76%	11.97%	13.47%	13.98%	14.45%
增长率						
主营业务收入增长率	17.07%	10.20%	9.07%	17.51%	16.32%	15.82%
EBIT 增长率	18.23%	25.41%	-1.82%	18.61%	17.03%	16.79%
净利润增长率	17.39%	11.67%	17.09%	15.30%	19.68%	16.84%
总资产增长率	17.01%	10.84%	16.59%	2.59%	13.40%	13.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.4	83.5	82.5	82.0	82.0	82.0
存货周转天数	125.7	120.4	122.5	122.0	121.0	120.0
应付账款周转天数	61.9	61.6	62.9	63.0	63.0	63.0
固定资产周转天数	134.4	137.3	136.0	120.2	106.1	93.6
偿债能力						
净负债/股东权益	4.85%	0.20%	-2.14%	-2.14%	-8.03%	-13.70%
EBIT 利息保障倍数	610.5	46.8	32.4	37.0	56.4	86.1
资产负债率	37.76%	37.61%	39.30%	33.61%	32.23%	30.81%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	5	20
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究