

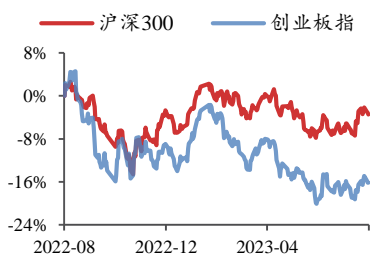
2023年08月10日

## 开源晨会 0810

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	1.339
房地产	0.265
银行	0.214
食品饮料	0.012
建筑材料	-0.219

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-3.218
通信	-2.494
电子	-1.652
社会服务	-1.515
机械设备	-1.478

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【宏观经济】** 出口同比或将见底回升——7月进出口数据点评——宏观经济点评-20230808

**【固定收益】** 双良转债投资价值分析：进军新能源的节能节水龙头——固收专题-20230808

**【金融工程】** 开源交易行为因子绩效月报（2023年7月）——金融工程定期-20230809

#### 行业公司

**【纺织服装：南山智尚(300918.SZ)】** 毛精纺服饰一体化龙头，布局新材料再迈征程——公司首次覆盖报告-20230809

**【煤炭开采：山西焦煤(000983.SZ)】** Q2 煤价下跌业绩承压，稳增长政策或提振焦煤价格——公司半年报点评报告-20230809

**【医药：九芝堂(000989.SZ)】** 扣非净利润高速增长，深化产销一体挖掘市场潜力——公司信息更新报告-20230809

**【非银金融：香港交易所(00388.HK)】** 稀缺模式构建护城河，资产与资金双轮驱动成长性——香港交易所首次覆盖报告-20230808

**【电力设备与新能源：特锐德(300001.SZ)】** 户外箱变老兵，充电微网先锋——公司首次覆盖报告-20230808

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】出口同比或将见底回升——7月进出口数据点评——宏观经济点评-20230808

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国7月出口同比下降14.5%，前值为同比下降12.4%；7月进口同比下降12.4%，前值为同比下降6.8%；7月贸易顺差806亿美元，前值为706.2亿美元。

出口：同比降幅扩大，外需持续下滑

1.全球经济下滑叠加高基数，出口降幅扩大。7月摩根大通全球制造业PMI为48.7%，与前值持平，连续11个月处在50%荣枯线以下。在欧美经济增长放缓、主要央行维持较高利率水平的背景下，外需在短期内难有较大改善空间，叠加同期高基数影响，出口同比降幅进一步扩大。

2.对发达国家、新兴市场地区出口增速进一步回落。分国别看，7月我国对发达国家和新兴市场地区出口增速整体呈现进一步回落态势。从外需看，全球主要经济体制造业PMI跌多涨少，且较多处于收缩区间。

3.电子产业链产品出口同比有所改善，汽车产业链产品维持高增。分产品看，农产品与原材料、劳动密集型产品、电子产业链产品分别拖累7月出口同比2.9、2.7、2.5个百分点，其中电子产业链产品拖累作用较前值有所下降。而汽车产业链产品拉动出口增长1.1个百分点。量价拆分来看，受同期高基数及近期大宗商品价格持续回落影响，成品油、钢材、铝材等原材料产品及集成电路、箱包鞋靴、家电等其他产品价格贡献均为负。总的来看，7月出口金额同比下滑主要受价格拖累。

进口：内需仍在底部，四季度进口同比或迎来回升

7月进口同比降幅较前值进一步扩大，进口环比亦有所回落，显示当前我国内需或仍在底部。后续来看，随着国内稳增长政策陆续落地，内需或见底回升，大宗商品价格方面，CRB工业原料现货指数已呈现企稳回升迹象，且2022年同期基数三季度末开始回落，四季度进口同比或迎来明显回升。

出口同比或已见底，汽车与新能源产业链产品为结构性亮点

1.海外需求仍较为疲软，而同期基数下降，出口同比或将见底回升。从海外主要经济体的情况来看，当前欧美等经济体对我国商品需求较弱，且由于通胀反弹压力仍存，加息周期虽近尾声，但或将维持高利率水平一段时间，需求回暖仍需时日。而在现有的世界产业链分工体系下，欧美需求疲软对东盟等新兴市场国家的需求亦将产生负面影响，因此，外需绝对额后续或仍将承压。从基数看，2022年8月订单集中释放效应基本消退，同期基数下降，即便以7月出口金额环比-1.2%保守推算8月出口金额，8月出口同比-10.9%，降幅较7月收窄。总的来看，后续随基数进一步回落、外需逐步恢复，出口有望迎来回暖。

2.汽车与新能源产业链产品将为我国出口增添结构性亮点。全球经贸周期性下行背景下出口总量回落虽难以避免，但得益于欧美等国的新能源转型，新能源汽车、光伏电池、锂电池等新能源产业链产品需求受经济周期影响相对较小。随着我国相关产业竞争力的巩固提升、市场份额的继续拓展与欧洲能源替代进程不断推进，汽车与新能源产业链有望持续保持高速增长，成为我国出口的结构亮点。

风险提示：外需回落超预期。

#### 【固定收益】双良转债投资价值分析：进军新能源的节能节水龙头——固收专题-20230808

陈曦（分析师）证书编号：S07905221100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

正股分析：进军新能源的节能节水龙头

双良节能以节能节水业务起家，积极进军光伏新能源领域。公司节能节水业务包括溴冷机、换热器、空冷器，新能源业务多晶硅还原炉、硅片和组件。

夯实还原炉龙头地位，深化光伏产业链布局。公司从硅料还原炉设备出发，在主产业链中分别布局硅片和组件业务，“蛙跳式”布局形成紧密的上下游合作关系。公司是多晶硅还原炉龙头，推出的第二代 40 对棒还原炉是目前国内多晶硅生产的主导炉型，受益于上游硅料厂商不断扩产，公司还原炉营收大幅增长，2022 年同比增长 196.89%，2020-2022 年毛利率维持在 30% 以上。硅片业务充分发挥后发优势，产能持续增加，公司 40GW 大尺寸单晶硅一期项目（20GW）所生产的单晶硅产品具备高少子寿命、高集中度、高均匀性；低金属、低氧、低碳；大尺寸、薄片化及 P/N 型兼容等特点。本次发行转债募资用于 40GW 单晶硅二期项目（20GW），未来还有 50GW 大尺寸单晶硅拉晶项目规划，有利于进一步扩大产能。组件方面，公司的高效光伏组件一期项目（5GW）产能正在快速爬坡中，未来还有 20GW 二期项目规划。

节能节水设备业务有望迎来新发展。“双碳”目标驱动下，节能节水设备行业长期成长动力充足。公司溴冷机业务以余热利用、节能减排为核心技术主线，覆盖领域广泛，形成了六大产品体系；公司高效换热器设备主要运用于大型空气压缩分离系统，目前已为高端空分换热器领域领先核心生产商，换热器业务还积极切入石化、氨纶、多晶硅、地热等领域，满足不同工业领域的节能降耗需求。空冷器业务在火电、煤化工领域保持领先地位，火电项目有所回暖应对新能源发电的日内供需错配，空冷器作为工业冷却系统的核心部分，将大幅受益于火电回暖。公司发挥在节能节水领域多年的技术和经验积淀，形成了业务协同优势，公司不同节能节水设备产品下游均涉及高能耗工业领域，且原材料和制造工艺相似，有助于公司在采购和制造过程中获得规模和共享优势，产品线之间亦可以共享客户资源，实现业务协同和突破创新。

转债分析：发行规模较大，正股估值较低

双良转债发行规模 26 亿元，规模较大，预计发行后流动性较好。转股对股本的摊薄压力中等，对流通股稀释率是 10.28%。正股的估值处于历史较低水平，截至 8 月 7 日，公司的 PE (TTM) 16.28X，处于近五年以来 6.74% 分位数；同行业可比公司中，公司估值分位数处于中等水平。正股近 100 周年化波动率是 50.60%，弹性较强。转债债底保护较好，面值对应的 YTM 为 2.40%，纯债价值是 91.69 元；平价为 96.78 元，上市交易后大概率是偏股型转债。转债条款常规设置，不能破净下修。参考可比转债隆华转债、高测转债以及最近上市转债表现，以当前平价计算，我们预计双良转债转股溢价率在 30%-40%，上市价格在 125.82-135.50 元；参考近一年已发行转债申购和中签情况，预计双良转债中签率在 0.006470%-0.007770% 之间。

风险提示：行业竞争加剧；新建产能释放不及预期；原材料价格波动。

## 【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2023 年 7 月）——金融工程定期-20230809

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

### Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2023 年 7 月收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，大盘风格占优，7 月市值因子录得了 1.02% 的收益。从价值/成长维度看，价值风格占优，账面市值比因子录得了 1.03% 的收益，成长因子录得了 -0.35% 的收益。

### 开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，

从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为-0.053、-0.036、0.032、-0.056，rankIC 分别为-0.065、-0.058、0.036、-0.075，信息比率分别为 2.69、2.75、2.48、3.15，多空对冲月度胜率分别为 78.8%、79.5%、80.3%、86.2%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.072，rankIC 均值为 0.096，多空对冲信息比率 3.59，多空对冲月度胜率为 83.3%。

7 月份：理想反转、聪明钱、APM、理想振幅皆录得正收益

理想反转因子 7 月份多空对冲收益为 3.78%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。聪明钱因子 7 月份多空对冲收益为 4.42%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。APM 因子 7 月份多空对冲收益为 0.63%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 91.7%。理想振幅因子 7 月份多空对冲收益为 5.59%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。交易行为合成因子 7 月份多空对冲收益为 4.84%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

## 行业公司

**【纺织服装：南山智尚(300918.SZ)】毛精纺服饰一体化龙头，布局新材料再迈征程——公司首次覆盖报告-20230809**

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

UHMWPE 纤维加速扩产并向下游延伸，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为毛精纺一体化龙头，背靠南山集团优势资源切入新材料板块，2022 年超高纤维一期产能 600 吨。新材料加速扩产，预计 2023 年 8 月二期 3000 吨纤维+1200 吨 UD 布产能投产。看好公司随纤维产品多元化、多领域发展并且向下游延伸，成为新材料应用型企业，我们预计 2023-2025 年净利润 2.1/3.1/3.8 亿元，对应 EPS0.6/0.9/1.0 元，当前股价对应 PE23.1/15.9/13.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

主业：毛精纺高端龙头优势稳固，公司产业链协同构筑高端壁垒

2022 年我国毛纺行业规上企业营收 1370 亿元，精纺呢绒产量恢复至疫情前水平，呈出口份额提升+国产替代趋势：2022 年我国出口份额由 2000 年的 5.2%提至 13.4%，贸易逆差较 2020 年逐年收窄。公司深耕多年具备技术、规模以及一体化的成本优势，量价有望提升：(1)高附加值，精纺研发功能性、差异化的高附加值面料，预计功能性面料收入占比仅 8%左右；职业装定制场景细分化、大众化的需求有待释放，服装绑定 B 端优质战略客户、加大 C 端品牌建设。(2)智能化改造，预计 2023 年面料/服装产能自 1500 吨/45 万件小幅提至 1750 吨/50 万件。

UHMWPE 纤维：军用替代&民品升级&政策加码，我国高端产品需求广阔

预计行业缺口持续：2015-2020 年全球需求/供给量以 10.5%/11.4%的复合增速由 5.7/4 万吨增至 9.8/6.6 万吨，预计 2025 年需求量为 16.5 万吨，CAGR≈11%。受益于军用替代&民品升级&政策加码，我国需求增长快于全球、产能占全球 64%：2015-2020 年我国需求/供给量以 19.7%/6.6%的复合增速由 3.1/2 万吨增至 4.9/4.2 万吨，预计 2025 年需求量为 10.38 万吨，CAGR≈16.2%。我国高端产品需求空间广阔但中低产能富余亟需进口替代：2020 年我国产能 4.9 万吨但产量约为 2.1 万吨，高端防弹纤维需求 1.2 万吨占比 24%，明显低于全球/欧美的 6 成/7 成。

第二曲线：差异化构筑产品竞争力、产业链协同降本，多元多场景一体化发展

中高端 UHMWPE 纤维产品进入壁垒高筑，竞争格局上体现为一超多强。公司掌握安防/军用/海洋领域的核心生产技术，产品结构以高端为主、性能达行业中上游水平，差异化定位和优质产品下目前在手订单饱和。沿海区位优势有利于开拓海洋客户，兄弟公司预计 2024 年供给 PE 粉末，提升产品竞争力及盈利能力。未来看点：(1)二期巩固高端产能增厚利润，一期高质量实现从 0 到 1，良品率/单价/单吨净利自投产以来提升显著，预计二期复现一期后产能快速释放。(2)多元多场景一体化发展：拓展羊毛混纺新工艺、海洋及家纺领域客户，并向下游 UD 布延伸。

风险提示：产能投放不及预期、下游需求萎靡、产品价格大幅下跌。

### 【煤炭开采：山西焦煤(000983.SZ)】Q2 煤价下跌业绩承压，稳增长政策或提振焦煤价格——公司半年报点评报告-20230809

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 汤悦（联系人）证书编号：S0790123030035

Q2 煤价下跌业绩承压，稳增长政策或提振焦煤价格，维持“买入”评级

公司发布中报，2023 年 H1 公司实现营业收入 275.60 亿元，同比-15.70%，归母净利润 45.17 亿元，同比-29.43%，扣非后归母净利润为 45.47 亿元，同比-19.85%，其中 Q2 实现归母净利润 20.47 亿元，环比-17.13%，同比-36.78%。考虑到 2023 年上半年煤价处于下行趋势，下半年受稳增长政策的大力支持，焦煤价格有望在企稳后继续反弹，但预计全年煤价仍将同比有一定下滑。我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 85.1/96.0/96.6 亿元（前值 119.2/128.4/133.8 亿元），同比-20.6%/+12.8%/+0.6%；EPS 分别为 1.50/1.69/1.70 元，对应当前股价 PE 为 5.8/5.2/5.1 倍。炼焦煤国内新增产能有限，下游地产需求有望改善，炼焦煤价格有望强势反弹，维持“买入”评级。

煤价下行拖累煤炭板块，电力业务业绩改善

煤炭业务：2023 年上半年在进口煤大超预期及经济复苏程度有限下，煤价整体处于下行趋势，2023 年 Q2 京唐港主焦煤库提价平均为 1619.6 元/吨，同比-38.07%，环比-27.00%。受此拖累，2023 年 H1 公司煤炭板块的营业收入为 171.66 亿元，同比-19.72%；毛利率下滑 6.46 个百分点至 65.34%，仍处于高位。非煤业务：2023H1 公司焦炭业务实现营业收入 52.18 亿元，同比-18.32%；毛利率下降 3.01 个百分点至-0.07%。受益于煤价下行，电力板块盈利改善，2023H1 公司电力热力实现 35.37 亿元，同比+7.99%，毛利率为 0.99%，同比增加 9.23 个百分点。

稳增长强政策提振焦煤需求，双焦价格反弹有望持续

稳增长政策下焦煤受益：中央政治局会议反映政策层面稳增长意图超预期，多方向布局尤其是对地产支持政策超预期，如没再重申“房住不炒”、“减免房产交易的各种税费”、“降低首套房首付比、落实认房不认贷”等，后续有望对地产新开工带来边际改善，利多焦煤。双焦价格反弹有望持续：在安监力度升级背景下焦煤供给收缩预期增强，二季度末下游钢厂补库、焦企去库幅度较大，而钢厂焦炭库存并没有增加，说明钢厂对焦炭实际需求有所增加，叠加钢铁平控有望改善煤焦钢产业链利润，双焦价格反弹幅度明显。截止至 2023 年 8 月 8 日京唐港主焦煤库提价反弹至 1810 元/吨，较 Q2 低点 1460 元/吨上涨 23.97%；焦炭现货价格反弹至 2100 元/吨，较 Q2 低点 1800 元/吨上涨+16.67%。考虑到后续稳增长政策有望陆续落地，预计双焦价格反弹仍能持续。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；产量释放不及预期。

### 【医药：九芝堂(000989.SZ)】扣非净利润高速增长，深化产销一体挖掘市场潜力——公司信息更新报告-20230809

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 龙永茂（分析师）证书编号：S0790523070003

扣非净利润高速增长，维持“买入”评级

公司发布 2023 半年报：2023H1 公司实现营收 18.19 亿元 (-3.72%)，归母净利润 2.45 亿元 (-33.55%)，扣非净利润 2.36 亿元 (+77.40%)，经营现金流净额 1.38 亿元 (+40.61%)。公司业绩符合我们的预期。收入利润下滑主要系 2022 年 5 月公司完成九芝堂医药 51%股权转让后不再将其纳入公司合并报表范围所致，2022H1 纳入报表的九芝堂医药营收为 4.41 亿元，转让股份产生利得 2.67 亿元，剔除这一影响，公司营收同比增长约 26%，业绩向好趋势明显。公司院外品种放量潜力大，产品矩阵成熟，同时公司通过产能扩充、渠道拓展增强持续成长性，我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别 4.38、5.68、7.39 亿元，对应 EPS 为 0.51、0.66、0.86 元/股，当前股价对应 PE 为 21.9/16.9/13.0 倍，维持“买入”评级。

盈利能力提升显著，加大渠道投入促进产品销售

分季度看，公司 Q1/Q2 收入分别为 10.89 亿元 (-8.97%)、7.30 亿元 (+5.3%)；归母净利润分别为 1.62 亿元 (+30.72%)、0.83 亿元 (-66.1%)；扣非净利润分别为 1.60 亿元 (+77.40%)、0.76 亿元 (+293.9%)。分板块来看，2023H1 IOTC 营收 8.43 亿元，营收占比 46.32%，毛利率 53.46%；处方药营收 9.12 亿元，营收占比 50.17%，毛利率 73.44%。从盈利能力来看，2023 上半年毛利率 62.75% (+6.35pct)，扣非净利率 13.0% (+5.9pct)，盈利能力提升显著。从费用端来看，2023 上半年销售费用率为 37.62% (+2.62pct)，主要是公司加大渠道投入促进产品销售；管理费用率为 8.74% (-0.48pct)；财务费用率为 -0.20% (-0.22pct)。

深入推进产销一体，挖掘市场潜力

公司各传统经营板块深入推进产销一体，持续优化营销模式，聚焦大品种，发展潜力品种，培育新品种，优化营销实施方案、做好指标的细化分解及跟踪落实，持续优化资源配置，降低管理成本，产品资源得到更加深入地挖掘，更多产品列入重点培育梯队。

风险提示：渠道推广不及预期，中药材价格上涨。

**【非银金融：香港交易所(00388.HK)】稀缺模式构建护城河，资产与资金双轮驱动成长性——香港交易所首次覆盖报告-20230808**

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

受益港股流动性改善和国内经济复苏，关注港交所周期机遇和长期成长性

短期看，7 月国内 PMI 回升至 49.3，稳增长政策陆续出台有望催化国内经济改善，同时美联储加息周期接近尾声，利好港股估值分子分母端，港交所迎来周期修复机会。长期看，港交所垄断性+高壁垒+轻资本业务模式保证 ROE 常年 20%以上，一流的管理层和清晰战略引领公司高成长性，同时注重股东持续回报，公司应当享受估值溢价。资产端受益中概股持续回流，特专科技公司、SPAC 与新经济上市，资金端受益互联互通持续扩容，市场机制持续优化，同时平台型科技业务未来可期，看好港交所多元成长性。我们预计公司 2022-2025 年归母净利润分别为 130.9/139.1/151.8 亿港元，分别同比+29.8%/+6.3%/+9.1%，ROE 分别为 25.3%/25.4%/26.5%，当前股价对应 PE 分别为 30.2/28.4/26 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

核心优势：高成长、高盈利、优秀的公司治理，ADT 是业绩主要驱动因素

高成长、高盈利、公司治理是港交所三大核心优势。港交所四大交易所+五大结算所掌控香港交易结算业务，高壁垒和轻资本商业模式保持成本与价格优势，ROE 保持 20%以上，EBITDA 利润率在全球交易所中靠前。分散的股权结构孕育清晰的公司治理构架，经验丰富的高管团队打造前瞻性三大战略。商业模式：旧口径下现货与交易后业务占比约 70%，两项业务 EBITDA 利润率达超 85%，2022 年合计 EBITDA 贡献 84%；交易费及交易系统使用费和结算及交收费占比约 60%，与现货、衍生品、商品分部交易量高度挂钩。

增长动力：国内经济和全球流动性影响 ADT 周期性，资产端与资金端扩容成长性

ADT 周期性来自港股周期，受国内宏观经济和全球流动性影响，资产端与资金端的双轮驱动是 ADT 的内在成长动力。(1) ADT 周期性：分子端受益国内经济增长，2022 年中资企业净利润占比 87%，分母端与全球流动性

高度挂钩，海外机构投资者资金占比超 30%，我们看好港股周期修复机会。(2) 资产端成长性：宽松上市制度带来增量市值和换手率提升。2018 年修改 18A 三大篇章、2021 年 SPAC 制度和承接中概股回归陆续落地，我们测算中概股转换和潜在上市市值合计超 5 万亿港元，同时关注 2023 年 18C 篇章未来机遇。(3) 资金端成长性：2022 年沪深股通占 A 股 ADT 仅 5.4%，港股通占港股 ADT14%，未来成长空间广阔，ETF 互联互通、互换通、港币-人民币双柜台落地，人民币离岸产品中心建设有望改善市场活跃度。

风险提示：宏观经济不稳定影响交投活跃度及公司上市；美联储加息政策存在不确定性；中概股回归不及预期；公司战略落地不及预期。

### 【电力设备与新能源：特锐德(300001.SZ)】户外箱变老兵，充电微网先锋——公司首次覆盖报告-20230808

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

户外箱变起家，电动汽车充电网业务有望持续放量

公司为充电运营龙头，规模优势显著。自 2015 年起，公司与各地政府投资平台、公交集团成立超 100 家合资公司，积累核心场地资源及电车资源。除能够长期提供稳定现金流的充电运营服务费外，公司还凭借其软件平台及掌握的大量场站资源，开拓数据增值、广告服务等盈利来源。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 149.06、192.90、250.34 亿元，归母净利润分别为 4.11、7.15、10.78 亿元，EPS 为 0.39、0.68、1.02 元/股，当前股价对应 PE 分别为 51.2、29.4、19.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

充电运营行业强者恒强，特来电规模优势显著

经历国网招标风格转变、地方财政补贴转向、纯电车保有量提升带来充电量提升引起行业洗牌后，我国充电桩行业已进入有序发展期。公司是充电运营龙头，截至 2023 年 6 月，公司公桩市占率 19.9%，排名第一；直流公桩市占率 28.3%，排名第一（第二位市占率仅 16.2%）。截至 2022 年底，公司已在全国范围内成立独资/合资公司超过 200 家，其中，合资方为政府投资平台、公交集团等国有企业的超过 100 家。

前瞻布局微电网，能源增值空间广阔

微电网型充电场站可以实现负荷约束、经济调度，提高电网可靠性，并降低用电成本。充电运营商可作为负荷聚合商，参与电网调控，获取大额补贴收益。2022 年公司参与广东、上海、浙江等省份的电力需求侧响应以及华北电网调峰辅助服务市场，参与调度电量超过 7000 万度。

受益能源产业升级，传统电力设备业务板块稳步增长

受益于发电侧、电网侧、负荷侧能源产业升级带来的变电站建设需求，公司传统电力设备业务板块有望持续稳步增长。2023 年 1-7 月公司公告传统电力设备板块业务（预）中标额至少 7.86 亿元，呈稳步增长趋势。

风险提示：充电桩运营盈利能力不及预期，充电桩行业竞争加剧。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn