

特锐德(300001)

更新报告

行业公司研究—电气设备行业—

证券研究报告

充电量 Q1 有望高增长，充电运营逼近盈亏平衡拐点

——特锐德跟踪报告

✍ : 邓伟 执业证书编号: S1230520110002
☎ : 021-80108036
✉ : dengwei@stocke.com.cn

投资要点

□ 特斯拉大幅降价并着手充电桩国产化布局加速电动化趋势

特斯拉国产 Model Y 相比进口价格最高下降 16.5 万元,比豪华大型燃油 SUV 便宜约 5 万元(在上海等一线城市更有车牌和路权优势),比同类的蔚来 ES6/EC6 也有小幅价格优势,预计 2021 年国产销量可达 20-25 万辆。此外 Model Y 共享 Model 3 约 75% 零部件,未来仍有较大降本空间,中长期来看 Model Y 或将极大挑战目前 BBA 在中高端 SUV 的市场地位。近期特斯拉宣布将在上海建设一座用于生产其电动汽车配套充电桩的工厂,预计 2021 年 2 月完工,年产能可达 1 万台。通过本地生产充电桩,既可拉动充电桩上下游配套产业链发展,也将进一步刺激第三方运营商继续加快布局充电设施。

□ 充电运营行业基本面出现拐点, 2021Q1 充电运营高速增长可期

1) 截至 2020 年 11 月公用桩累计充电量达到 62.3 亿度,疫情之下同比仍增长 36%。下半年快速回暖,单月单桩最高充电 1200-1300 度,利用小时数同比增长 20%。2) 10-11 月份新增公用桩数量 8.9 万个,连续 4 个月实现同比大幅增长。3) 2020Q1 公用桩充电量 10.3 亿度,同比增长仅 4%(其中 2 月份大幅下滑 45.5%),低基数叠加寒冬效应,2021Q1 充电运营高速增长可期。

□ 公司 Q1 充电量有望翻倍, 全年充电运营业务有望接近盈亏平衡

公司 2021Q1 充电量有望翻倍,业绩预计将同比大幅改善。全年充电运营电量有望达到 40-45 亿度,其中自营电量有望达到 18-20 亿度,充电运营营收将达到 17 亿元以上。伴随自营电量的大幅放量,公司今年充电运营板块有望接近盈亏平衡点,正式步入充电运营盈利时代。

□ ChargePoint 拟上市股权价值预计 30 亿美金, 两公司估值存较大差距

美国充电桩龙头 ChargePoint 拟上市,备考股权价值将达到近 30 亿美元,对应当年营收 P/S 达 22x。两个公司商业模式略有不同,特来电充电桩数量和累计充电电量全球第一、盈利能力和报表质量更优且两家公司共建商业模式类似,但目前特来电充电运营板块 P/S 仅 10.5x,两者存在较大差距。

□ 盈利预测及估值

新能源车大势所趋,充电桩运营行业成长空间广阔,公司作为全球最大的充电运营商将充分受益,同时公司充电运营板块即将跨过盈亏平衡拐点,预计 2020-2022 年,归母净利润将达到 2.84/4.34/6.55 亿元,给予买入评级。

□ 风险提示

新能源车销量不达预期; 充电量不达预期; 应收账款风险

财务摘要

(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	6739	7890	10021	12795
(+/-)	14.15%	17.08%	27.01%	27.68%
净利润	270	284	434	655
(+/-)	50.96%	5.09%	53.01%	50.77%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.44	0.66
P/E	111.01	105.64	69.04	45.79

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 30.07

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.10

2Q/2020

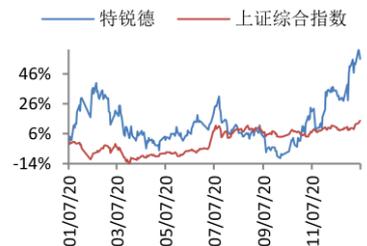
0.06

1Q/2020

-0.10

4Q/2019

0.12



公司简介

公司是中国最大的充电运营公司,充电桩数量和充电量均位居行业第一。

相关报告

报告撰写人: 邓伟

联系人: 邓伟

正文目录

1. 特斯拉大幅降价并着手充电桩国产化布局加速电动化趋势	3
2. 充电运营行业明年 Q1 充电运营高速增长可期	4
3. 2021 年公司充电运营业务有望接近盈亏平衡	5
4. 盈利预测和投资建议	7
4.1. 经营假设和收入拆分	7
4.2. 盈利预测和投资建议	8
5. 风险提示	11

图表目录

图 1: 特斯拉 Model Y 和 BBA 燃油车、蔚来 SUV 性能、价格对比	3
图 2: 公用桩前 11 月累计充电量增长 36%	4
图 3: 单桩月充电量最高达到 1200-1300	4
图 4: 我国车桩比仍有下降需求	4
图 5: 2020 年 11 月底特锐德运营桩份额保持第一	5
图 6: 特锐德运营桩数同比快速增长	5
图 7: 特锐德累计充电量快速增长	5
图 8: 特锐德 APP 注册用户数快速增长	5
图 9: 特来电新能源车及充电业务板块营收、毛利和营业利润测算	6
图 10: ChargePoint 收入组成	10
表 1: 特锐德细分业务盈利预测 (单位: 百万元)	7
表 2: 特锐德和 ChargePoint 盈利模式对比	8
表 3: ChargePoint 历次融资估值	8
表 4: 特锐德与海外充电运营典型公司对比	9
表 5: ChargePoint 盈利预测 (单位: 百万美元)	9
表 6: 结合 P/E、P/S 方法为特锐德估值	10

1. 特斯拉大幅降价并着手充电桩国产化布局加速电动化趋势

国产 Model Y 价格大幅下降打造明星爆款: 元月 1 日, 特斯拉中国官网发布 Model Y 价格, 特斯拉 Model Y 长续航版起售价为 33.99 万元人民币, 此前进口售价为 48.8 万元, 下调 14.81 万元。特斯拉 Model Y Performance 高性能版起售价为 39.33 万元人民币, 此前进口售价为 53.5 万元, 下调 16.51 万元。特斯拉国产 Model Y 相比进口价格最高下降 16.5 万元, 大幅超出市场预期。对比发现, 其价格比宝马 X3、奥迪 Q5、奔驰 GLC 等性能接近的豪华大型燃油 SUV 价格便宜 5 万元左右 (在上海等一线城市更是拥有巨大的车牌和路权优势), 比同类的蔚来 ES6/EC6 也有小幅的价格优势。根据媒体报道的火爆预定情况和公司现有的产能规划来看, 我们预计 2021 年销量可达 20 万-25 万辆。Model Y 共享 Model 3 约 75% 的零部件 (包含电池和电机等核心零部件), 且 Model 3 提前 2 年上市已将生产及制造成本大大分摊, 因此 Model Y 未来降本空间依旧很大, 中长期来看 Model Y 或将极大挑战目前 BBA 在中高端 SUV 的市场地位。

图 1: 特斯拉 Model Y 和 BBA 燃油车、蔚来 SUV 性能、价格对比

车型	Model Y (中型 SUV)		宝马 X3 2021 款	奥迪 Q5L 2020 款 改款	奔驰 GLC 2021 款	蔚来 EC6 2020 款	蔚来 ES6 2020 款
	长续航版	performance 高性能版	xDrive25i M 运动套装	40 TFSI 荣享进去型	260 L 4MATIC 动感型	430KM 运动版	420KM 运动版
厂商	特斯拉中国(21年1月开始交付)		华晨宝马	一汽大众奥迪	北京奔驰	蔚来	蔚来
能源类型	纯电动	纯电动	汽油	汽油	汽油	纯电动	纯电动
上市时间	2021年1月	2021年1月	2020年9月	2020年8月	2020年11月	2020年7月	2020年5月
续航里程 (公里)	594	480	-	-	-	430	420
最高时速 (公里/小时)	217	241	210	210	213	200	200
百公里加速 (秒)	5.1	3.7	8.9	8.6	8.4	5.4	5.6
车身结构	5门5座SUV		5门5座SUV	5门5座SUV	5门5座SUV	5门5座SUV	5门5座SUV
长宽高 (mm)	4750*1921*1624		4717*1891*1689	4753*1893*1659	4764*1898*1642	4850*1965*1732	4850*1965*1758
轴距	2890		2864	2908	2973	2900	2900
电机类型	前感应/异步 后永磁/同步	前感应/异步 后永磁/同步	-	-	-	永磁/同步	永磁/同步
最大马力 (Ps)	431	-	184	190	197	435	435
最大功率 (kW)	317	-	135	140	145	320	320
最大扭矩 (N·M)	545	-	290	320	320	610	610
驱动电机数	双电机	双电机	-	-	-	双电机	双电机
电机布局	前置+后置	前置+后置	-	-	-	前置+后置	前置+后置
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	-	-	-	三元锂电池	三元锂电池
电池能量 (kWh)	77	77	-	-	-	70	70
快充时间 (小时)	1	1	-	-	-	0.8	0.8
慢充时间 (小时)	10	10	-	-	-	10	10
官方指导价 (万元)	33.99	36.99	38.98	38.78	39.78	36.80	35.80

资料来源: 特斯拉官网、汽车之家、浙商证券研究所

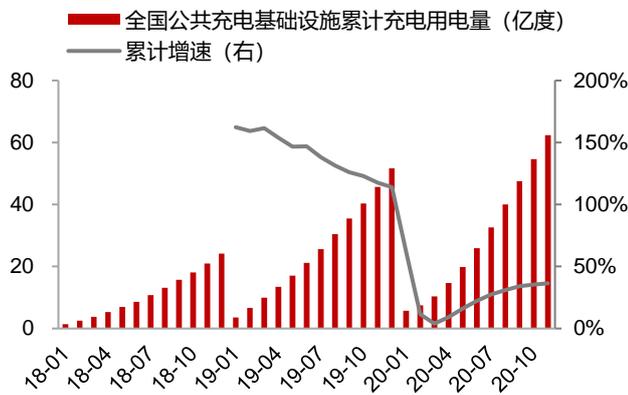
充电桩国产化布局加快将进一步促进销量正反馈: 11 月底特斯拉宣布将投资 4200 万元在上海建设一座用于生产其电动汽车配套的充电桩, 该工厂预计将于 2021 年 2 月完工, 年产能可达 1 万台充电桩。目前, 特斯拉在全球范围内积极扩张充电设施的建设, 根据公司第三季度报告披露, 其充电桩及装配了 V3 超充桩的充电站数量稳定增长, 当前特斯拉已在全球建成 2181 座超充站及近 20000 个超充接口, 同时预计到 2020 年底特斯拉将在中国大陆建成 650 个超级充电站 (包括超过 5000 个直流充电桩) 以及超过 2000 个交流充电桩。特斯拉在上海的新建厂计划旨在为其不断提升的销量匹配足够的配套基础设施。特斯拉通过在上海本地生产充电桩, 一方面可以拉动充电桩上下游配套产业链发展, 另一方面也将进一步刺激第三方运营商继续加快布局充电设施。

2. 充电运营行业今年 Q1 充电运营高速增长可期

公用桩 2020 年 1-11 月充电量累计同比仍实现 36% 增长，今年 Q1 行业充电量将高速增长。虽 2020Q1 公用桩充电量仅 10.3 亿度，同比增长仅 4%（其中 2 月份受疫情影响大幅下滑 45.5%，特锐德等相关上市公司 Q1 充电量同比大幅下跌，大幅影响当季业绩），但 6 月单桩平均充电量已恢复到疫情前水平，下半年单桩月充电量最高达到 1200-1300 度，利用小时数同比增长 21%。短期来看，2020Q1 疫情下的低基数叠加寒冬效应，2021Q1 行业充电量高速增长可期，相关公司业绩和估值有望实现戴维斯双击。

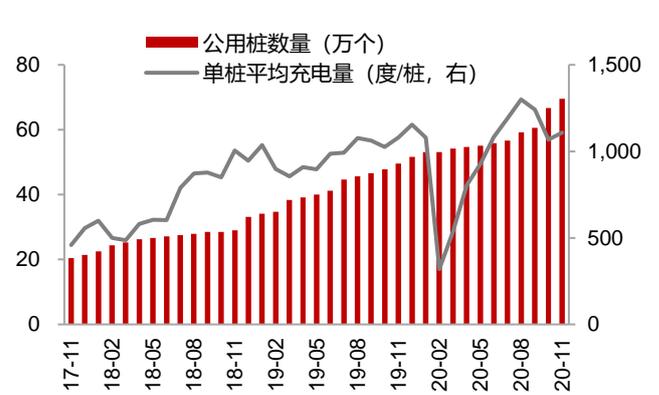
2020Q4 新增公用桩数量 8.9 万个，连续 4 个月实现同比大幅度增长。2020 年 2-7 月，新增公用桩数连续 6 个月下滑。而 8 月-11 月公用桩建设大幅提速，合计新增 12.9 万桩，同比增长 163.9%，开启充电桩基建拐点。截止 2020 年 11 月，我国车桩比保持 7.04:1 水平，公共类车桩比保持 3.18:1，仍有下降空间。预计未来新能源车保有量加速增长，配套充电桩需求将持续提升。

图 2：公用桩前 11 月累计充电量增长 36%



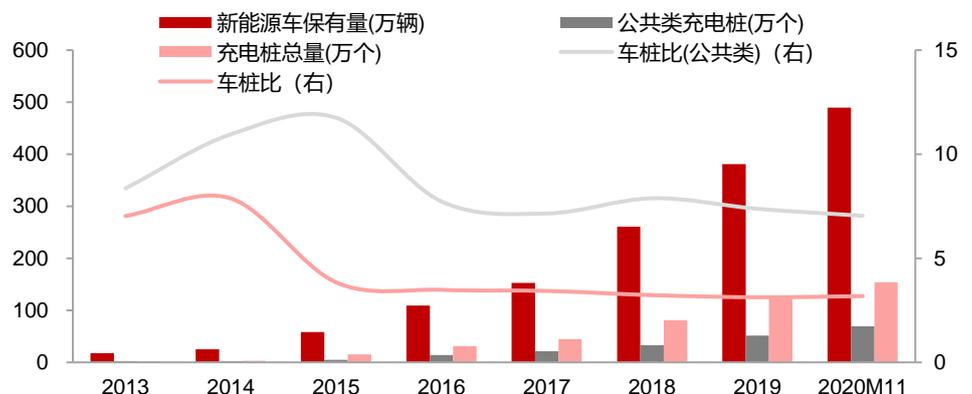
资料来源：充电联盟，浙商证券研究所

图 3：单桩月充电量最高达到 1200-1300



资料来源：充电联盟，浙商证券研究所

图 4：我国车桩比仍有下降需求



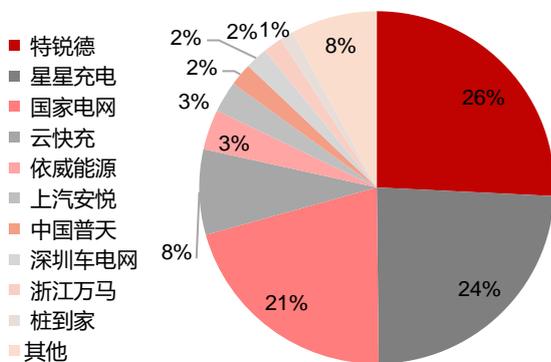
资料来源：工信部，充电联盟，浙商证券研究所

3. 2021 年公司充电运营业务有望加速接近盈亏平衡

运营充电桩数稳定增长，继续保持龙头地位。截至 2020 年 11 月底，特锐德共计运营 17.86 万充电桩，单月同比增速均超过 20%。公司继续保持龙头地位，市场份额超过 26%。截至 2020H1，累计充电量超过 48 亿度，自 2016 年起复合增速达到 182%。APP 注册用户数达到 292 万人，自 2016 年起复合增速超过 95%，覆盖届时新能源车保有量的 70%，充电生态布局初具规模。

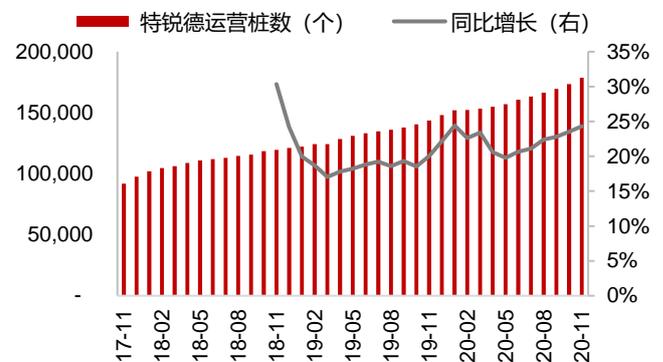
特锐德 2021Q1 充电量同比增速有望超过 100%，全年充电运营电量有望达到 40-45 亿度，其中自营电量有望达到 18-20 亿度。伴随自营电量的大幅放量，公司今年充电运营业务有望接近盈亏平衡点，在考虑利息费用情况下，新能源汽车充电板块有望实现盈利。

图 5：2020 年 11 月底特锐德运营桩份额保持第一



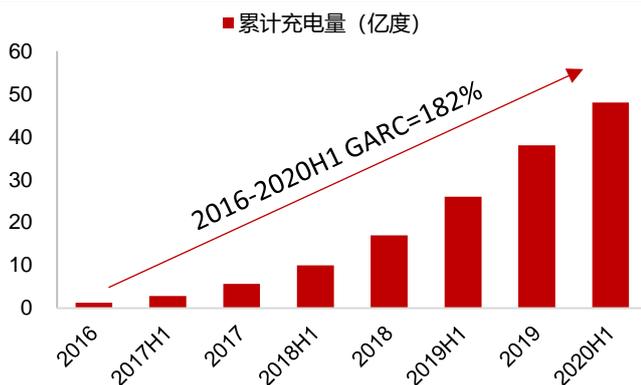
资料来源：充电联盟，浙商证券研究所

图 6：特锐德运营桩数同比快速增长



资料来源：充电联盟，浙商证券研究所

图 7：特锐德累计充电量快速增长



资料来源：特锐德公告，浙商证券研究所

图 8：特锐德 APP 注册用户数快速增长



资料来源：特锐德公告，浙商证券研究所

图 9：特来电新能源车及充电业务板块营收、毛利和营业利润测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
充电桩数量(万个)	12.1	14.8	18.0	23.0	32.0
其中自营充电桩数量(万个)	9.5	10.8	12.5	15	18
充电量(亿度)	11.3	21.0	26.4	45.8	83.7
其中自营充电量(亿度)	5.6	9.6	10.7	18.5	30.5
充电收入(只含自营)(亿元)	5.3	9.1	10.1	17.4	28.6
电费成本(亿元)(未来三年 0.44/0.43/0.42 元/kwh)	2.5	4.8	5.3	9.1	15.1
充电桩折旧成本(亿元)(0.1 元/w 成本)	1.4	2.3	2.5	3.5	4.5
充电运维成本(亿元)(0.03 元/kwh)	0.3	0.6	0.5	0.9	1.7
电损耗(亿元)(8%用电量)	0.2	0.4	0.4	0.7	1.2
充电运营毛利润(亿元)	0.9	1.0	1.3	3.2	6.1
充电设备销售额(亿元)	7.5	10.2	11.7	13.5	15.5
充电设备毛利率	25.0%	24.5%	23.5%	23.0%	23.0%
充电设备毛利(亿元)	1.9	2.5	2.8	3.1	3.6
其它新能源车销售额	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
其它新能源车毛利率	21.5%	20.0%	19.0%	18.0%	118.0%
其它新能源车毛利(亿元)	0.4	0.4	0.3	0.3	2.1
新能源车板块营收(亿元)	14.66	21.08	23.66	32.71	45.95
新能源车板块毛利(亿元)	3.14	3.8	4.4	6.6	11.8
新能源车板块毛利率	21.43%	18.19%	18.80%	20.32%	25.77%
新能源车板块三费(不含研发)(亿元)	2.5	4.0	4.8	5.8	6.9
新能源车板块研发费用(亿元)	0.7	1.1	1.3	1.6	2.1
新能源车补贴(亿元)	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
新能源车营业利润估算(亿元)	0.1	-0.6	-0.8	0.0	3.6

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 经营假设和收入拆分

1) 新能源业务: 新能源汽车规模扩张、车辆升级、日均用电量提升等多重因素, 拉动充电业务需求爆发增长, 同时补贴政策向充电设施及充电运营服务倾斜, 从政策上支持充电运营更好发展。公司充电桩运营数量领先同行, 充电生态网布局初具规模, 业务发展规划清晰可行。通过模型计算, 我们判断 2020-2022 年充电电量增速将达到 27%、73%、83%, 未来三年对应公司充电业务营收达到 10.1 亿元、17.4 亿元、28.6 亿元, 同比增长 11%、72%、64%, 再加上充电桩销售及其它新能源车业务, 公司新能源汽车与充电板块营收达到 23.7 亿元、32.7 亿元、50.0 亿元, 同比增长 19%、20%、26%。

2) 电力设备业务: 电网投资未来两至三年将保持 5%左右增速, 配电精细化下对户内开关柜的质量要求将大幅提升; 轨交建设逐步下沉至二三线城市, 光伏、风电对箱式变电站需求比例也在大幅提升, 预计 2020-2022 年电力设备板块整体收入复合增长率将达到 21%。

表 1: 特锐德细分业务盈利预测 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
户内开关柜								
营业收入	653	1340	1175	1184	1416	1954	2443	3005
收入增长率	33.21%	105.33%	-12.30%	0.76%	19.62%	38.00%	25.00%	23.00%
毛利率	26.64%	25.45%	27.17%	23.90%	29.34%	25.80%	27.50%	29.00%
新能源汽车充电								
营业收入		1672	1011	1465	2181	2366	3271	4595
收入增长率		0.00%	-39.53%	44.87%	48.87%	8.47%	38.29%	40.45%
毛利率		17.93%	24.33%	21.31%	26.13%	18.80%	20.32%	25.77%
箱式变电站								
营业收入	917	846	680	993	1013	963	1155	1386
收入增长率	7.54%	-7.75%	-19.65%	46.07%	2.01%	-5.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.97%	24.58%	27.10%	24.63%	27.19%	24.00%	25.60%	27.00%
箱式开关站								
营业收入	335	504	603	705	866	996	1126	1261
收入增长率	3.38%	50.44%	19.50%	16.96%	22.86%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率	24.81%	31.72%	32.42%	28.12%	25.18%	23.60%	24.50%	25.00%
安装工程及其他								
营业收入	470	422	780	1162	1246	1595	2010	2532
收入增长率	87.67%	-10.24%	85.09%	48.92%	7.22%	28.00%	26.00%	26.00%
毛利率	14.22%	24.45%	23.11%	24.00%	25.88%	21.80%	24.60%	25.00%
合计								
营业收入	3002	6109	5105	5904	6739	7890	10021	12795
收入增长率	55.38%	103.48%	-16.43%	15.64%	14.15%	17.08%	27.01%	27.68%
毛利	725	1311	1296	1370	1787	1763	2403	3378
毛利率	24.15%	21.47%	25.38%	23.21%	26.52%	22.35%	23.98%	26.40%

资料来源: 特锐德公告, 浙商证券研究所

4.2. 盈利预测和投资建议

特锐德经营的充电业务偏重资产业务，拥有较大比例自营桩。在充电运营前期阶段，日充电量不足的情况下，较高的运营、折旧成本导致充电运营业绩往往处于亏损状态。但随着充电利用率的快速提升，充电电量大幅提升，将产生较高的充电收入，叠加规模效应，有望逐步实现从初步盈利到稳定大幅盈利。

可比公司估值探讨：

我们对全球充电桩公司研究后发现，公司和美国充电运营龙头公司 ChargePoint 有较大可比性。该公司主要采取与充电桩投资方共建的经营模式，截止 2019 年 9 月份拥有超过 11.5 万根充电桩。自 2009 年成立以来，其主要商业模式为：向桩体购买者收取较低首付，再让投资方通过后期盈利，来填充分期付款；同时 ChargePoint 也通过提供网络化运营服务，向购买者收取一定的服务费，形成利润共享。

表 2：特锐德和 ChargePoint 盈利模式对比

公司名称	出售充电桩盈利	充电桩首付模式	共建模式软件服务费	充电桩归属权	目前核心盈利方式总结
ChargePoint	✓	✓	✓	自营桩很少，归属权多为投资方	充电桩销售及安装，代运营充电桩共享盈利
特锐德	✓		少部分	自营桩比例大，共建桩归属投资方	充电桩销售及安装，自营充电桩收取充电费

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

从 2009 年 1 月 26 日完成第一笔 3.75 亿美元融资开始，ChargePoint 迄今为止已经完成 9 轮共计 6.7 亿美元融资，其中 2020 年 8 月 5 日最新一轮 H-1 轮融资金额达到 1.27 亿美元，投前估值达到 15.8 亿美元；2020 年 9 月 ChargePoint 宣布拟通过与空壳公司 Switchback Energy Acquisition Corp 合并上市，IPO 备考股权价值约 30 亿美元（根据 ChargePoint 公告的交易方案概述：交易完成后，且假设 Switchback 股东不进行赎回，ChargePoint 将拥有大约 6.83 亿美元的现金，总的备考股权价值等于 24 亿美元企业价值+约 6 亿美元现金）。根据公司投资者交流材料，ChargePoint 2019 年营收规模约 1.47 亿美元，预计 2020 年在疫情影响下仍将实现 1.35 亿美元营收。从全球来看，充电运营产业链大都并没有实现盈利，所以采用 P/S 对企业估值成为该产业的常态。根据公司 2020 年 IPO 预计估值和当年预计营收规模，我们计算得到 ChargePoint P/S 大致为 22.2x。

表 3：ChargePoint 历次融资估值

时间	轮次	融资额 (百万美元)	每股价格 (美元)	估值 (百万美元)	转让股数 (百万股)
2009/1/26	A	3.75	128.6	7.75	0.03
2020/2/1	B	14.28	107.15	23.74	0.13
2020/9/8	C	13.07	288	82.16	0.05
2012/5/7	D	56.73	1.2359	78.33	45.90
2014/7/1	E	56	2.4718	192.04	22.66
2016/7/7	F	59	2.4903	297.66	23.69
2017/5/11	G	100	4.3659	645.1	22.90
2018/12/10	H	240	5.674	1200	42.30
2020/8/5	H-1	127.25	5.674	1580	22.43
2021E	IPO			3000	

资料来源：sharepost, ChargePoint 公司资料，浙商证券研究所；注：原计划 IPO 时间是 2020 年

ChargePoint 作为一家轻资产公司，一直引领全球充电运营市场模式创新，我们认为中美两家龙头公司估值应当相当，理由有三：①**充电桩数量和累计充电电量全球第一**：2020 年底特来电充电桩运营数量预计达到 18 万台，是全球充电桩运营数量最多的公司；同时截止 2020 年中报特来电累计充电量超过 48 亿度，远远超过 ChargePoint 7.8 亿度的累计充电量；除此之外特来电软件平台、售后等线上线下服务能力、充电设备技术能力同样非常突出。②**特锐德盈利能力更强**：2020 年特锐德存量单桩对应营收为 1.31 万元，大幅高于 ChargePoint 的 1125 美元；我们预计 2021 年特锐德充电桩板块接近盈亏平衡（考虑利息费用后），ChargePoint 2020 年（FY21）EBITDA 和净利润分别为-0.97 亿美元和-1.33 亿美元，亏损程度大大高于特锐德。③**两家公司共建商业模式类似**：ChargePoint 收入组成大部分来自于充电桩和充电站建设带来的设备销售，SAAS 软件以及售后服务等共享收益模式收入占比相对不高；特锐德除自营外亦有采用共建充电桩的轻资产模式，虽然不能直接产生营收，但有助于提升公司市占率并树立品牌形象，后期有望产生类似共享充电服务平台的软件和服务收益（面向部分客户已经实现）。

表 4：特锐德与海外充电运营典型公司对比

代码	公司名称	2020 年底充电桩数量	2020 年营收 (预计)	2020 年单桩对应营收	2021 年预计营收	充电桩最新估值或市值	P/S
Private	ChargePoint	115000	1.35 亿美元	1125 美元	50%+增长	30 亿美元	22.2
BLNK.O	Blink	16000	0.05 亿美元	313 美元	50%+增长	12.11 亿美元	242.2
300001.SZ	特锐德	180000	23.66 亿人民币	1.31 万元	70%+增长	-	-

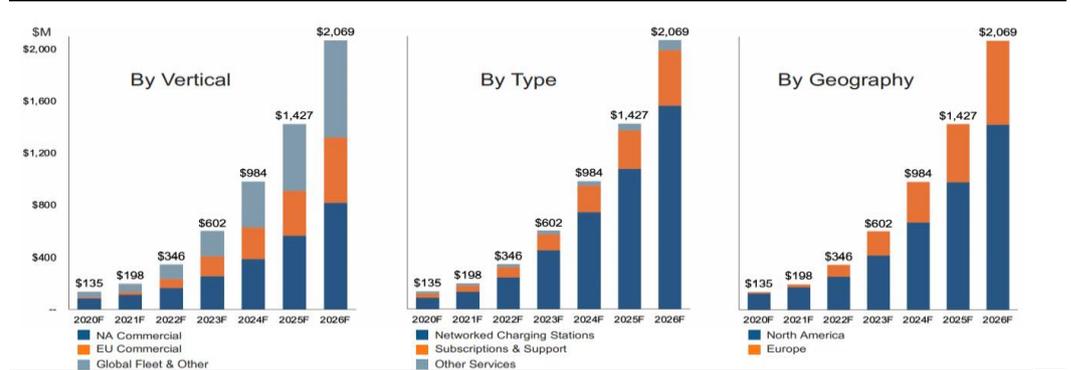
资料来源：sharepost，各公司官网，浙商证券研究所；注：特锐德营收为新能源汽车充电板块营收，115000 为 Chargepoint 2020 年 9 月充电桩数量

表 5：ChargePoint 盈利预测（单位：百万美元）

日历年	Revenue	Operating Expenses	Gross Profit	Adjusted EBITDA
2017	66	96		
2018	92	125		
2019	147	152		
2020E	135	154	33	-97
2021E	198	192	62	-121
2022E	346	226	124	-93
2023E	602	268	225	-36
2024E	984	321	400	86
2025E	1427	417	591	178
2026E	2069	542	878	340

资料来源：ChargePoint 公司资料，浙商证券研究所；FY 2020 从 2019/02/01 到 2020/1/31，大致可以对应日历年度的 2019 年

图 10: ChargePoint 收入组成



资料来源: ChargePoint 公司资料, 浙商证券研究所

2020 年 1 月 7 日, 特锐德收盘市值在 300 亿元, 充电设备制造和电力设备板块均为盈利业务, 我们预测 2021 年净利润分别为 0.6 亿元、4 亿元, 参考同类型公司, 两块业务估值可以给到 30x、25x 估值, 则通过计算我们得到充电运营业务目前对应的市值大概在 182 亿元, 2021 年预计营收为 17.4 亿元, 对应的 P/S 仅有 10.5x。相比上文 ChargePoint 宣布拟 IPO 时股权价值对应当年营收的 22.2x P/S 存在较大差距。

表 6: 特锐德市值拆解

单位: 亿	产品	2020 年 营收	2020 年 净利润	2021 年 营收	2021 年 净利润	P/S	P/E	市值
充电桩 板块	充电运营	10.1		17.4		10.5		182
	充电设备制造及其它	13.6	0.5	15.3	0.6		30	18
电力设备板块	箱式设备、安装工程等	55.2	3.4	67.5	4		25	100
合计								300

资料来源: 浙商证券研究所, 市值为特锐德 2021 年 1 月 7 日收盘价

盈利预测和投资建议:

新能源车大势所趋, 充电桩运营行业成长空间广阔, 公司作为全球最大的充电运营商将充分受益, 同时公司充电运营板块即将跨过盈亏平衡拐点, 预计 2020-2022 年, 归母净利润将达到 2.84/4.34/6.55 亿元, 给予买入评级。

5. 风险提示

1) **新能源车销量不达预期**；新能源车销量不达预期将影响充电行业规模，以及公司充电利用率提升。

2) **充电量不达预期**；充电量不达预期，会直接影响我们对于公司全年业绩的判断。

3) **应收账款风险**；公司应收账款总额较大，主要由于公司在电力行业销售额近年不断大幅提升所致，且应收新能源汽车补贴处于高位所致。如果应收账款继续快速上升，会产生公司经营现金流恶化以及较大的资产减值风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9095	10760	12513	15346	营业收入	6739	7890	10021	12795
现金	1768	1945	2140	2486	营业成本	4952	6127	7618	9417
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	32	32	40	51
应收账款	4808	5463	6722	8286	营业费用	511	552	691	883
其它应收款	383	434	551	704	管理费用	477	588	742	947
预付账款	211	398	457	518	研发费用	293	347	451	601
存货	889	1380	1390	1973	财务费用	286	239	262	270
其他	1036	1139	1253	1379	资产减值损失	210	103	130	218
非流动资产	5873	6437	7228	7920	公允价值变动损益	-36	-5	-5	-5
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	141	158	200	256
长期投资	1236	1360	1496	1645	其他经营收益	191	202	246	274
固定资产	2884	3102	3428	3722	营业利润	273	258	527	933
无形资产	728	860	1038	1141	营业外收支	-15	-9	-9	-9
在建工程	191	233	266	293	利润总额	258	249	518	924
其他	834	883	1001	1119	所得税	13	15	34	69
资产总计	14968	17197	19741	23266	净利润	245	234	484	855
流动负债	10105	12321	14330	17043	少数股东损益	-25	-50	50	200
短期借款	3938	4844	5006	5242	归属母公司净利润	270	284	434	655
应付款项	4314	5050	6434	8253	EBITDA	787	709	1034	1484
预收账款	333	679	872	1126	EPS (最新摊薄)	0.27	0.28	0.44	0.66
其他	1520	1749	2018	2423	主要财务比率				
非流动负债	1189	991	1077	1085		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	273	273	273	273	成长能力				
其他	916	718	804	812	营业收入	14.15%	17.08%	27.01%	27.68%
负债合计	11295	13312	15407	18129	营业利润	69.15%	-5.38%	104.42%	77.06%
少数股东权益	318	268	318	518	归属母公司净利润	50.96%	5.09%	53.01%	50.77%
归属母公司股东权益	3355	3616	4016	4619	获利能力				
负债和股东权益	14968	17197	19741	23266	毛利率	26.52%	22.35%	23.98%	26.40%
					净利率	3.64%	2.97%	4.83%	6.68%
					ROE	7.50%	7.51%	10.57%	13.83%
					ROIC	5.13%	4.73%	7.14%	10.02%
					偿债能力				
					资产负债率	75.46%	77.41%	78.04%	77.92%
					净负债比率	39.23%	40.54%	36.34%	32.24%
					流动比率	0.90	0.87	0.87	0.90
					速动比率	0.81	0.76	0.78	0.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.49	0.54	0.60
					应收帐款周转率	1.47	1.65	1.74	1.77
					应付帐款周转率	1.78	1.83	1.84	1.76
					每股指标(元)				
					每股收益	0.27	0.28	0.44	0.66
					每股经营现金	0.39	0.16	1.15	1.18
					每股净资产	3.36	3.63	4.03	4.63
					估值比率				
					P/E	111.01	105.64	69.04	45.79
					P/B	8.94	8.29	7.47	6.49
					EV/EBITDA	26.13	48.06	33.03	23.09

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>