

能鏈智電 (NASDAQ: NAAS)

充電服務業務低成本內生轉化，能源解決方案業務靜待外延增長

投資評級

推薦 (首次覆蓋)

基本資料

公司名稱	能鏈智電
所屬行業	電氣設備/軟件
成立日期	2019年
註冊資本	100,000,000 USD
註冊地址	開曼群島
員工人數	311
董事長	戴震

主要股東

股東名稱	
能鏈集團	70.3%
北京真為青峰	10.8%
貝恩資本	5.9%

交易資料

收盤價(港元)	2.33
5日漲跌幅(%)	-7.54
10日漲跌幅(%)	-18.25
5日移動平均(元)	2.4
10日移動平均(元)	2.60
10日日均成交量(千股)	1,133
報告日期	2023-11-29

連絡人：余石麟

joe.yu@valuable.com.hk

請務必閱讀最後特別聲明與免責條款

核心觀點

能鏈智電得益於能鏈集團豐富的資源基礎和強大的協同效應，在客戶引流方面公司有著先天的優勢，從而降低獲客成本。中央及各地方政府政策紅利不斷釋放，國家層面提出了充電樁適度超前建設的總方針，各省市相應的對充電樁數量、投入資金與優惠補貼標準做了明確規劃，為充電樁運營成本的降低提供了助力。充電樁的擁有者需要有一個有效的途徑和消費者鏈接，公司充電網絡服務業務的核心邏輯就是向C端客戶提供更好的充電的體驗，同時對應B端用充電樁擁有者進行引流及提供增值服務，通過數據分析能力及用戶粘性優化資產的使用率。

成長邏輯

來自新能源汽車消費擴容帶來充電量市場巨大的機遇，衍生出兩個需求，一：滿足日益增長的汽車消費充電需求，不斷通過更具效率和成本比的算法推薦為車主帶來價值；廣泛的充電網絡，便利從城市出行到長途駕駛的充電及增值服務場景，提升用戶體驗，帶來使用粘性。二：滿足資產擁有者提升使用量的迫切需求，鑒於充電設施同比提升的產能，如何提升充電樁的每日使用時長是決定投資回收期的關鍵，分散的設施擁有者需要一個外部連接服務商或運營商進行引流支援，及提供儲電買電等增值服務。

充電運營行業主要存在資金、場地、電網容量和數據資源等競爭壁壘，以上條件需對資金，選址時點，政府關係等方面進行統一整合，難度較大。充電網呈分散式、數位化的工業互聯應用，得益於母公司在燃油汽車加油的運營經驗及低成本導流，能鏈智電的eMSP及SaaS軟件實現了用戶、車輛和能源的即時在線。第三方充電服務商對收集回來的數據進行分析，增加收入的佣金分成，另一方面可以持續改進用戶體驗。

盈利預測

我們預計公司2023-2025年營收分別為6.18/26.81/67.38億元人民幣（下同），淨虧損/利潤分別為-10.07/-7.60/4.01億元，對應目前公司市值及我們對公司2023/2024年的收入預測，我們給予公司2024年3倍PS，目標價4.8美元，首次覆蓋給予“買入”評級。

風險提示：新能源汽車的普及化程度不及預期、市場競爭加劇、海外擴張不及預期

目錄

1 中國充電服務領頭羊	4
1.1 公司簡介	4
2 股權結構與管理團隊	5
3 加油與充電商業模式的差異-來自分散市場的增長	6
4 業務各具亮點-收入增長持續，期間費用率穩中有降	8
4.1 業務覆蓋廣泛，高市佔率彰顯優勢	8
4.2 財務數據持續改善	10
5 市場規模巨大，競爭者眾多，公司緊握關鍵痛點	10
5.1 市場規模	10
5.2 政策落地不絕，為行業擴容製造條件	12
5.3 行業競爭激烈，公司專注於輕資產的數據運營	13
6 公司業務優勢及展望	14
6.1 充電網絡服務	14
6.2 綜合能源解決方案	14
6.3 新業務	16
7 盈利預測及投資建議	17

圖表目錄

圖表 1: 公司里程碑.....	4
圖表 2: 股權架構.....	6
圖表 3: 能鏈集團加油站.....	7
圖表 4: 能鏈智電充電設備.....	7
圖表 5: 預期收入及分類收入.....	9
圖表 6: 預期業務收入佔比.....	9
圖表 7: 預期毛利及毛利率.....	10
圖表 8: 未來充電樁之數量及增速預期.....	11
圖表 9 行業政策.....	12
圖表 10: 香港光電.....	16
圖表 11: 充電機器人.....	17
圖表 13: 能鏈智電之財務預測.....	18

1 中國充電服務領頭羊

1.1 公司簡介

2022年6月13日能鏈智電(NASDAQ: NAAS)登陸美國納斯達克，成為中國充電服務第一股。公司作為新能源行業“連接器”，為充電樁製造商、運營商、主機廠、企業等提供一站式服務，包括選址諮詢、軟硬體採購、EPC工程、運營運維、儲能、光伏、自動充電機器人等，通過數字技術和人工智慧提升產業效率，圍繞著線上導覽的充電服務、移動充電設備、光儲充一體化佈局海內外專利權百餘項，讓電動車主提升充電體驗，向產業鏈各方運營注入流量，提升設備的使用效率。能鏈智電的願景是致力於提高全球交通能源網路的穩定和效率。根據2023年第三季度財報顯示，截至2023年9月末，公司累計覆蓋充電槍76.7萬把，充電站7.3萬座，和去年同期相比分別增長76%和65%。上年公司實現減少碳排1,847,700噸，可再生能源採購達393吉瓦時，占採購能源總89.52%。預期2030年中國交通領域的年碳排放將達到9.19億噸，NaaS致力於通過自身的技術及網絡規模達到減少這些碳排放的1.26%的目標。

圖表 1：公司里程碑



資料來源：公司官網、華盛證券整理 2023年11月27日

2 股權結構與管理團隊

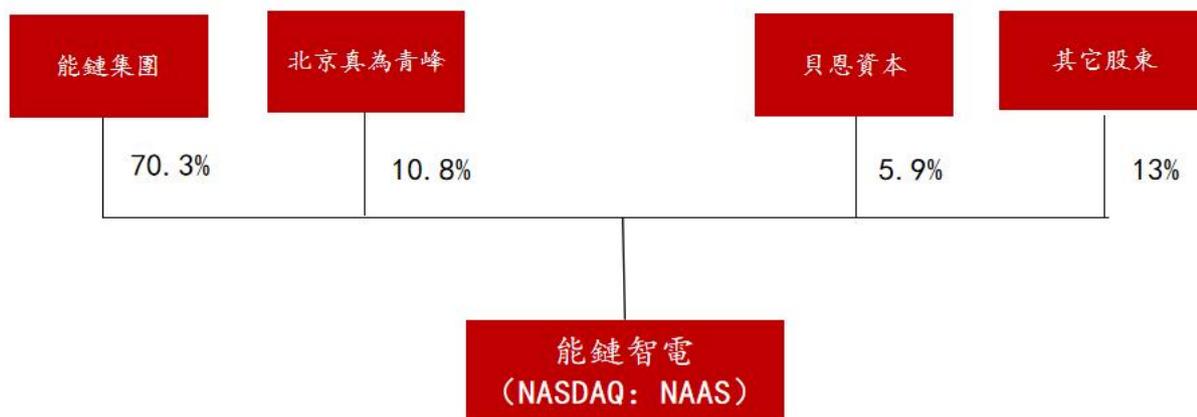
公司管理團隊經驗豐富，兼有深厚的能源、電力行業從業積累及豐富的企業管理、融資和戰略佈局經驗，通過出色的執行能力，助力公司的業務拓展及併購合作。

戴震先生是 NaaS 的創始人之一，自 2022 年 6 月起擔任公司的董事長和董事。戴先生是 NewLink 的聯合創始人之一，自 2016 年成立以來一直擔任 NewLink 的首席執行官和董事長。在加入 NewLink 之前，戴先生創立了連鎖咖啡品牌，開創了中國咖啡配送服務模式。2011 年 12 月至 2014 年 10 月，戴先生還在紅星美凱龍集團有限公司擔任多個管理職位，擔任其華北業務總裁，並領導其向電子商務領域的擴張。2001 年 6 月至 2011 年 11 月，戴先生還在正源房地產開發有限公司工作，擔任其品牌管理中心副經理。戴先生在延邊大學獲得化學工程和中國語言文學雙學士學位，及清華五道口金融學院 (Tsinghua University PBC School of Finance) EMBA 學位。

王陽女士是 NaaS 的聯合創始人，自 2022 年 6 月起擔任公司的首席執行官兼董事。自成立以來擔任其首席執行官和董事。王女士是 Newlink 的聯合創始人之一，自 2016 年成立以來一直擔任 Newlink 的總裁。自 2018 年以來王女士還擔任 NewLink 旗下專注於電動汽車充電的子公司能鏈智電 (NAAS.US) 的首席執行官。在共同創建 Newlink 之前，王女士曾在深圳證券交易所工作，負責“新財富雜誌”部門和其他新媒體項目。王女士畢業於中國人民大學廣播電視新聞學專業，獲學士學位。現於清華五道口金融學院 EMBA 在讀。

吳雪廬先生是 NaaS 的聯合創始人，自 2022 年 9 月 30 日起擔任公司代理首席財務官，並於 2023 年 1 月 15 日起擔任公司總裁兼首席財務官。此前於 2021 年 9 月至 2022 年 6 月擔任公司前身 RISE Education Cayman Ltd 的臨時首席財務官。吳先生在公司財務、技術和管理事務方面擁有豐富的經驗，並擔任貝恩資本的董事總經理。此外，他還擔任多家貝恩資本投資組合公司的董事會董事或董事會觀察員。在 2017 年加入貝恩資本之前，吳先生曾在普華永道諮詢公司工作，專注於技術、媒體和電信 (TMT) 行業以及雲、電子商務和分析領域的數位解決方案。在此之前，他曾與航空公司和電信公司合作，規劃和實施轉型計劃。吳先生在北京大學獲得計算機科學學士學位，在新南威爾士大學澳大利亞管理研究生院獲得工商管理碩士學位。

圖表 2：股權架構



資料來源：WIND、華盛證券整理 2023 年 11 月 27 日

3 加油與充電商業模式的差異-來自分散市場的增長

新能源汽車替代傳統內燃機汽車的趨勢是不可逆轉的，兩者對能源的需求有著較大的區別，充電路徑具有先天數字化的條件，可以輕鬆地實時追蹤到用戶習慣，便於發揮數據分析的能力以拓展 C 端，有利於進行標籤分類和復購運營，價格波動方面可以根據電站實時動態定價，部分地區穀峰補價差 0.7-0.8 元人民幣，套利空間較大，充電樁的擁有者的電站位置相對更為分散，更好的引流有利於提升利用率。而傳統加油路徑的用戶習慣難以追蹤，全國範圍的油價波動不大，加油站的 46% 市場份額由兩桶油擁有，位置和權益相對沒有那麼分散。

充電樁的擁有者需要有一個有效的途徑和消費者鏈接，及購入更便宜的電，公司的充電網絡服務業務的核心邏輯就是向 C 端客戶提供更好的充電的體驗，查到某個充電樁的價格是多少，同時對應 B 端充電樁擁有者進行引流及提供增值服務，通過數據分析能力及用戶粘性優化資產的使用率。在客戶引流方面公司有著先天的優勢，這是基於得到母公司能鏈集團（中國最大數字移動能源提供者）的支援，擁有中國最大的第三方加油站網路，及中國最大的汽車加油市場的用戶群。自多年以來累計的職業司機群體（貨車運輸及網約車），他們對價格的敏感度高，高頻使用下得益於對能鏈集團的產品優勢形成較強使用粘性，由於油到電切換，形成客戶的轉化的自然引流，從而降低獲客成本。

汽車充電產業鏈市場可分為五大環節：1) 硬體的製造，包括充電樁、配電及儲能設備企業。2) 資產擁有者，進行重資產投入，購置或租賃土地和設備，提供充電站的服務場景。3) 資產運營者，幫助提高資產的效率，運營生產，實現盈利。4) SaaS 軟件服務，通過數據的

整合分析能力，得到有價值的資訊和解決方案。5) eMSP (e-Mobility service provider) 通過 App 拓展 To C 端業務，連接需求與供應，充電樁的速度/電格/位置等。

圖表 3：能鏈集團加油站



資料來源：公司官網、華盛證券整理 2023年11月27日

中國市場的情況是硬體製造企業毛利低，資產擁有者過於分散，兩者都不具備吸引力，公司主要做後三種業務，聚焦於從客戶流量的導入，幫助尋找對用戶最有效益充電樁，數據整合及用戶習慣，與提高擁有者進行合作和傭金分成以強化導流，提高經營效率，並進一步提供儲能等線下業務。歐洲市場的情況因國家數量多且數據保護政策不一，較適宜直接由產業的源頭-硬體製造介入，和資產擁有者合作，或租賃其物業，通過運營、增值服務、電力採購、穀峰補差價方式進行擴張。

圖表 4：能鏈智電充電設備



資料來源：公司官網、華盛證券整理 2023年11月27日

1 度電包括 SaaS 軟件服務產生的佣金約 2.5%（中歐市場），相對運營增值服務對提升盈利有較大的推動，例如目前國內的公用充電樁使用效率為每天 40 分鐘，若通過運營優化變成 2-3 小時，假設分利潤 50%，能提升 2-3 倍至每度電獲利 0.2-0.3 元。儲能方面，穀峰補價差在試點地區 0.7-0.8 元，若市場進一步開放大宗交易電力，通過集中採購將富餘能源分佈到不同的充電站以達到價差獲利的目的，所以現階段公司首要任務是積極拓展客戶流量，往後才有變現機會。

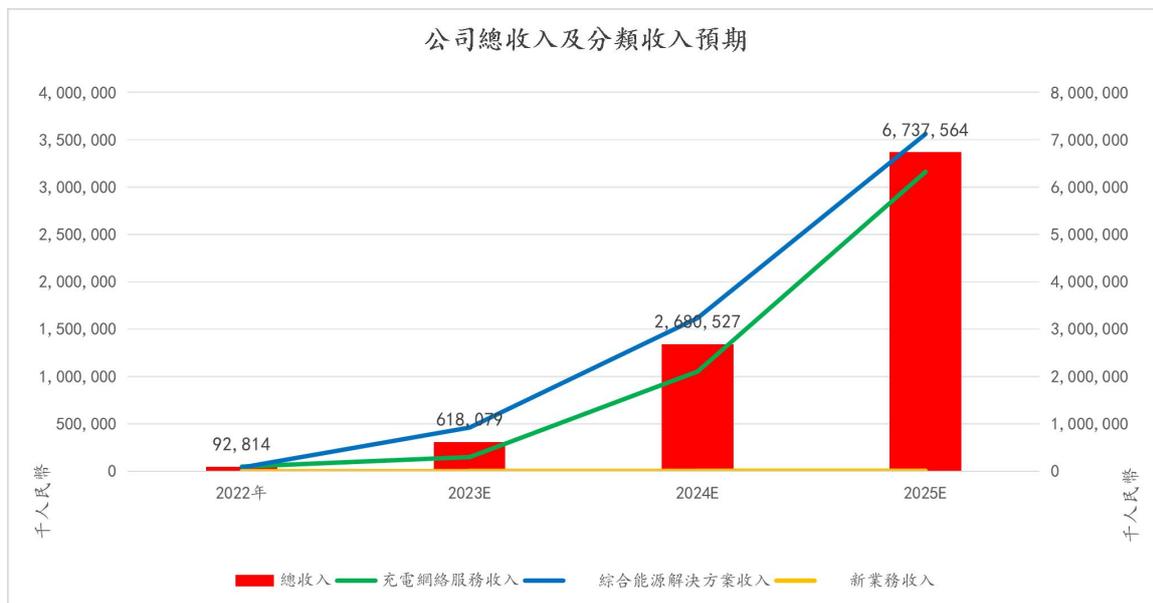
4 業務各具亮點-收入增長持續，期間費用率穩中有降

4.1 業務覆蓋廣泛，高市佔率彰顯優勢

公司業務方面分為三大板塊，包括：1) 充電網絡服務業務以 App 移動連接客戶與充電站，通過與第三方服務商合作提高充電樁的使用效率，並提供 SaaS 等其他線上解決方案。2) 綜合能源解決方案業務涵蓋充電站的選址諮詢、硬體採購、EPC 工程、運營維護、儲能、客戶支援等服務。3) 創新及其他業務是基於充電站需求擴展的業務場景，包括電力採購服務、餐飲零售服務、線上廣告服務、自動充電機器人、虛擬電廠等。

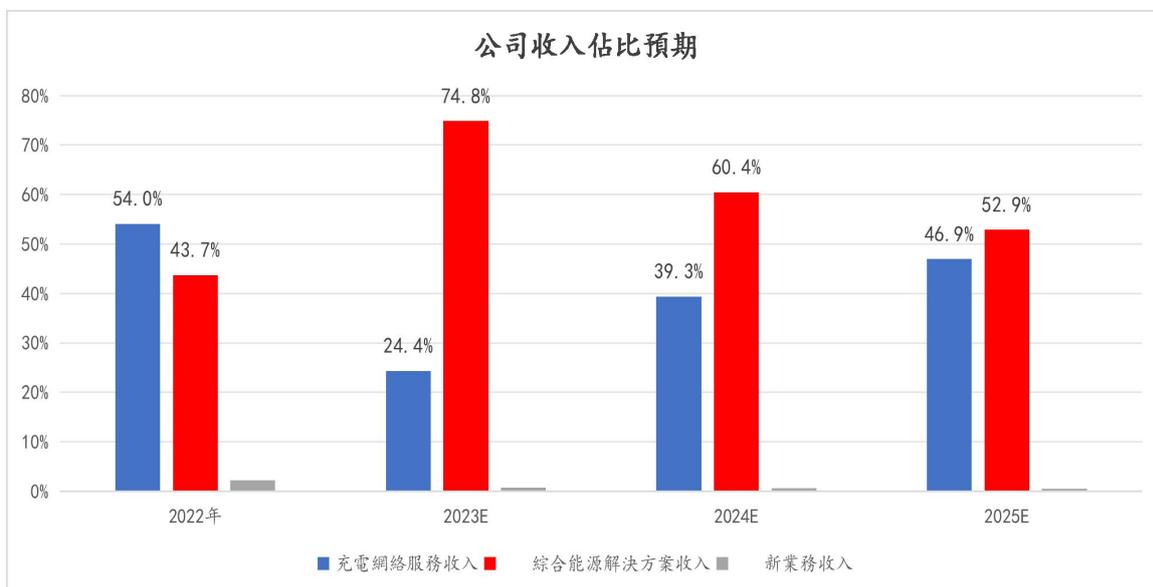
公司三季度財報顯示中國市場今年截止 9 個月銷售的電量為 36.34 億度，第三季單季銷售的電量為 13.83 億度，同比增長 66%，透過 NaaS 網路進行的總交易額達到 13 億元人民幣，同比增長 58%，佔中國公用充電量的 21.8%。eMSP 方面的優勢是充電網路覆蓋至中國 350 多個城市，充電站 7.3 萬座，充電槍 76.7 萬個，和去年同期相比分別增長 65%和 76%，公共站及公共槍的市場率分別約為 50%及 41.6%，另外公司數據連接支持著廣泛的區域擴張，以數據和 SaaS 軟件的整合到 NaaS 操作系統的提升用戶體驗和復購頻率，通過抽取定量傭金作為收入。從資產運營商的角度，公司持續連接公共充電站以採集大數據優化線上業務，未來公司的戰略定位將加入租賃電站方式進行營運。線下增值業務是增長的收入重點，其中近期規模達 2 億元人民幣的儲能電站項目落地。

圖表 5：預期收入及分類收入



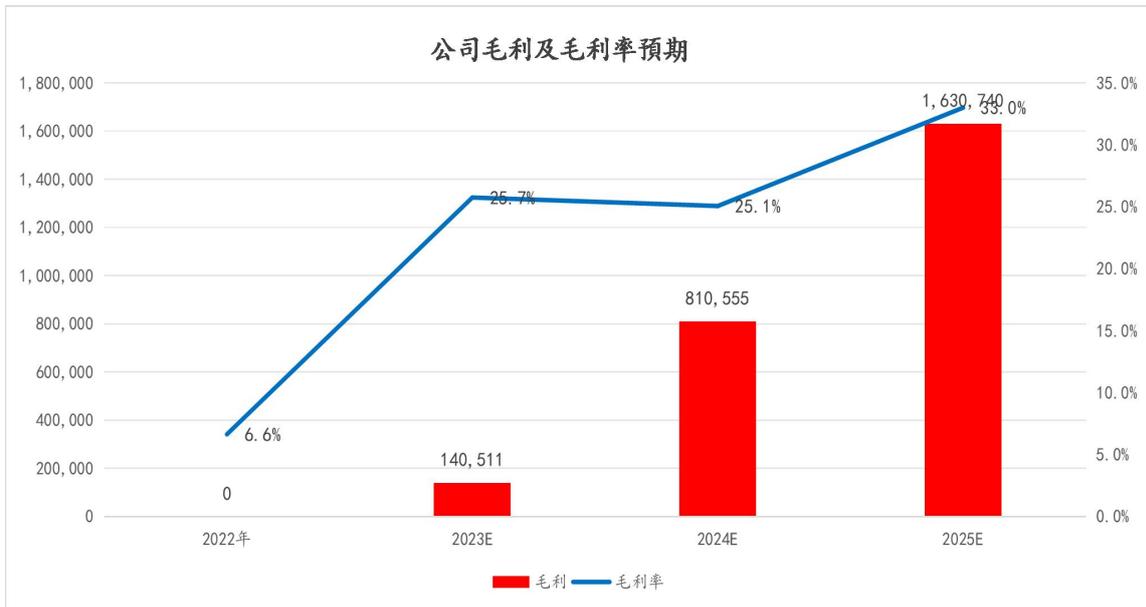
資料來源：公司公告、華盛證券整理 2023年11月27日

圖表 6：預期業務收入佔比



資料來源：公司公告、華盛證券整理 2023年11月27日

圖表 7：預期毛利及毛利率



資料來源：公司公告、華盛證券整理 2023 年 11 月 27 日

4.2 財務數據持續改善

根據 2023 年第三季度財報顯示，公司營業收入 2.55 億元人民幣（下同），同比增長 303%，保持高速增長，訂單 1.57 億單，充電量 36.34 億度。其中第三季度營業收入 1.71 億元，同比增長 536%，完成訂單 5,920 萬單，充電量 13.83 億度，分別同比增長 58% 和 66%，收入上升主要得益於綜合能源解決方案項目的有效行力和交付。其中充電網絡服務收入 3,150 萬元，同比增長 23%，增長主要歸因於公司向用戶提供基於平台的激勵措施，提高使用率。綜合能源解決方案方面，第三季得益於 EPC 項目啟動、發電、能源管理和儲存解決方案持續交付，其收入占比提升至 81%。自綜合能源解決方案的提振，毛利率基本持平 27.4%，第三季佔比收入比較大的銷售費用率及管理費用率持續下降至 93.7% 及 63%。我們認為隨著業務規模擴大，公司運營效率提升，體現在保持收入高增長的同時期間費用率出現有序下降，非通用會計準則歸屬於股東的部分虧損 1.76 億人民幣，虧損率同比收窄 256%。

5 市場規模巨大，競爭者眾多，公司緊握關鍵痛點

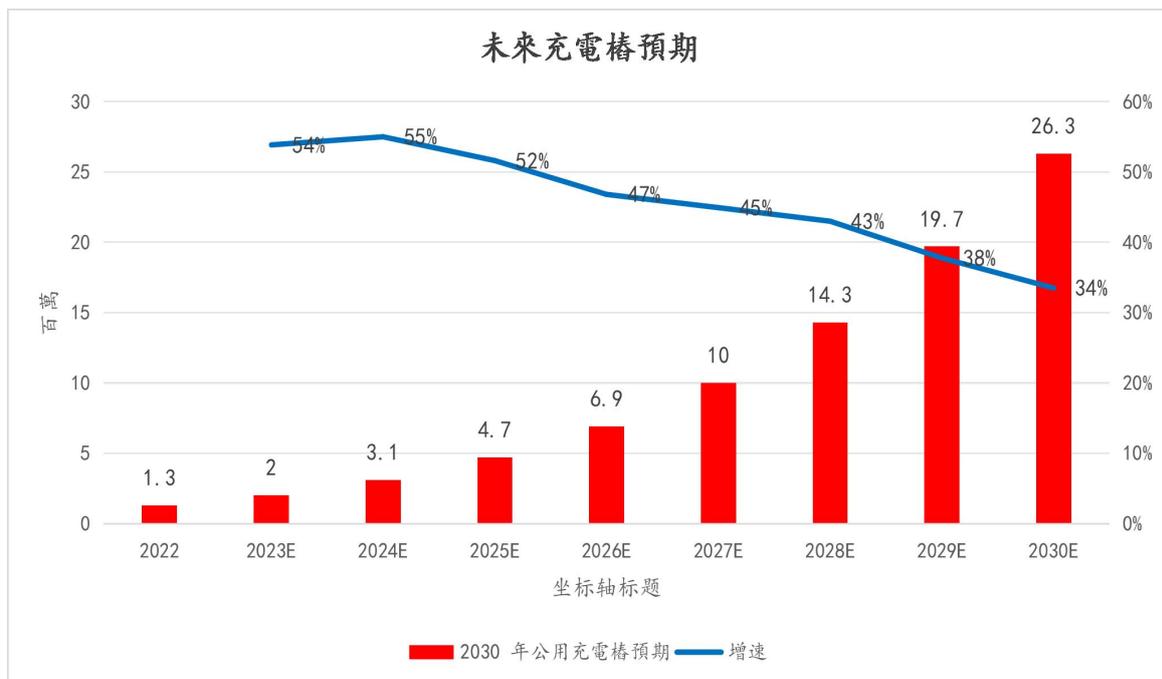
5.1 市場規模

2022 年中國銷售 2,680 萬輛汽車，佔全球汽車銷量的 33%，根據中國公安部的數據，2018-2022 年期間，中國新能源汽車保有量顯著增加，分別為 261/381/492/784/1,310 萬輛，佔總汽車保有量比例分別為 1.09%/1.46%/1.75%/2.6%/4.1%，2023 年上半年新能源汽車

保有量 1,620 萬輛，占總汽車保有量比例達到 4.9%，灼識諮詢預計 2030/2050 年新能源汽車保有量達 1.45/3.28 億輛，占總汽車保有量比例達到 32%/77%，2036 年電動汽車總數將超過內燃機汽車，2022-2030 年公共充電量將從 13,688 GWh 增加約 25 倍至 337,823 GWh，2030-2050 年公共充電量增加約 8 倍至 2,870,146GWh。油車到電車的切換的趨勢持續，新能源汽車消費增長不斷提升，充電樁的數量也會隨之提升，以滿足用戶的充電需求。灼識諮詢預測，中國公用充電槍數量將在 2022-2030 年增加 20 倍至 26.3 百萬支，以單槍成本 6 萬元-10 萬元人民幣計算，總資本支出(包括硬體成本、增容成本及建設成本)有望達到 2 萬億元。

我們認為來自新能源汽車消費擴容帶來的充電量市場巨大的機遇 (25 倍)，同時作為載體的充電站及設施作出相應擴容 (20 倍)，從而衍生出兩個需求，一：滿足日益增長的汽車消費充電需求，不斷通過更具效率和成本比的算法推薦為車主帶來價值，廣泛的充電網絡便利從城市出行到長途駕駛的充電及增值服務場景，提升用戶體驗，帶來使用粘性。二：滿足資產擁有者提升使用量的迫切需求，鑒於充電設施同比提升的產能，如何提升充電樁的每日使用時長是決定投資回收期的關鍵，分散的設施擁有者需要一個外部連接服務商或運營商進行引流支援，及提供儲電買電等增值服務。具有存量數據庫的能連智電具備用戶資訊收集和充電站資源分發的先發優勢，自身的 eMSP 業務及線下增值服務將同時服務於雙邊需求。

圖表 8：未來充電樁之數量及增速預期



資料來源：灼識諮詢、華盛證券整理 2023 年 11 月 27 日

5.2 政策落地不絕，為行業擴容製造條件

中央及各地方政府政策紅利不斷釋放，國家層面提出了充電樁適度超前建設的總方針，各省市相應的對充電樁數量、投入資金與優惠補貼標準做了明確規劃，為充電樁運營成本的降低提供了助力。2023年2月《工業和信息化部等八部門關於組織開展公共領域車輛全面電動化先行區試點工作的通知》中提到，建成適度超前、佈局均衡、智慧高效的充換電基礎設施體系，服務保障能力顯著提升，新增公共充電樁（標準樁）與公共領域新能源汽車推廣數量（標準車）比例力爭達到1:1，高速公路服務區充電設施車位元占比預期不低於小型停車位的10%。4月國家能源局印發《2023年能源工作指導意見》，表明要推動充電基礎設施建設，提高充電設施服務保障能力。6月《關於進一步構建高品質充電基礎設施體系的指導意見》提出，到2030年，基本建成覆蓋廣泛、規模適度、結構合理、功能完善的高品質充電基礎設施體系，建設形成城市面狀、公路線狀、鄉村點狀佈局的充電網路，大中型以上城市經營性停車場具備規範充電條件的車位元比例力爭超過城市註冊電動汽車比例，農村地區充電服務覆蓋率穩步提升。

圖表9 行業政策

範圍	發佈時間	政策名稱	重點內容
全國	2022.01	《關於進一步提升電動汽車充電基礎設施服務保障能力的實施意見》	到“十四五”末中國的電動汽車充電保障能力進一步，形成適度超前、佈局均衡、智能高效的充電基礎設施體系，能夠滿足超過2000萬電動汽車的充電需求。
全國	2022.11	《關於提前下達2023年節能減排補助資金預算的通知》	對30省市2023年節能減排補助資金預算共189.93億元，其中新能源汽車推廣應用補助資金167.8億元，2018-2020年清算80.51億元、2020-2022年預撥87.29億元。20省市安排充電基礎設施建設獎勵資金22.139億元，2018年-2020年分別為4.825億元、6.654億元、10.66億元。
全國	2023.02	《關於組織開展公共領域車輛全面電動化先行區試點工作的通知》	在全國範圍內啟動公共領域車輛全面電動化先行區試點工作，在重點任務中提出，加快智能有序充電、大功率充電、自動充電、快速換電等新型充換電技術應用，加快“光儲充放”一體化試點應用；完善充換電基礎設施。優化中心區公共充電網路建設佈局，加強公路沿線、郊區鄉鎮充換電基礎設施建設和城際快充網路建設。
全國	2023.05	《關於加快推進充電基礎設施建設更好支持新能源汽車下鄉和鄉村振興的實施意見》	在創新農村地區充電基礎設施建設運營維護模式、支持農村地區購買使用新能源汽車、強化農村地區新能源汽車宣傳服務管理等三個方面，提出11項具體舉措，著力推動新能源汽車下鄉。提出到2030年前，對實行兩部制電價的集中式充換電設施用電免收容量（容量）電費，放寬電網企業相關配電網建設投資效率約束，全額納入輸配電價回收。
全國	2023.06	《關於進一步構建高品質充電基礎設施體系的指導意見》	2030年基本建成覆蓋廣泛、規模適度、結構合理、功能完善的高品質充電基礎設施體系，支撐新能源汽車產業發展，有效滿足人民群眾出行充電需求
地方	2023.06	《關於印發重慶市2023年度充換電基礎設施財政補貼政策的實施通知》	1: 對於公共快充充電樁，在中心城區和中心城區以外地區新建並投運，且平均單樁功率不低於80千瓦的公共快充樁，按照充電模塊功率，分別給予150元/千瓦、200元/千瓦的一次性建設補貼；2: 在市內高速公路服務區、3A級（含）以上景區新建並投運，且平均單樁功率不低於90千瓦的公共快充樁，按照充電模塊功率，給予300元/千瓦的一次性建設補貼；3: 在市內新建並投運單樁功率不低於350千瓦的大功率充電樁，按照充電模塊功率，給予350元/千瓦的一次性建設補貼。對於公共慢充充電樁，在市內新建並投運平均單樁功率不低於7千瓦的交流充電樁或小功率直流充電樁，按照充電模塊功率，給予50元/千瓦的一次性建設補貼。

資料來源：中國充電聯盟、中國政府網、東方財富網、華盛證券整理 2023年11月27日

5.3 行業競爭激烈，公司專注於輕資產的數據運營

充電運營服務商主要可分為四類：一：政府/電網企業主導，由當地的城投、交投、產投或電網企業為投資主體，直接參與充電站的規劃和建設。優點是較好地承接政策的落地，規劃過程中充分電網系統協調，潛在缺點是缺乏終端銷售網路和運營經驗導致充電樁利用率難以提高。

二：汽車廠商主導，由汽車廠商作為投資主體，為用戶提供商業化的充電服務。優點是能提升充電的服務水準和市場化程度，企業也能向車主提供免費或低價服務以提升品牌價值。其缺點是重資產所佔用資金較多，同時利潤受電價波動影響較大，充電樁數量難以鋪開，更大層面是服務品牌形象而非以此成為主業，充電需求量迅速成長時，佈局區域節奏限制較大，專注於提供充足的技術支援有限。車企充電運營商以蔚來等為代表。

三：資產型運營商，專業運營方作為投資主體，為使用者提供更系統的商業化充電服務，以特來電、星星充電為代表。該類企業既負責運營和維護充電樁，並直接參與充電樁的建設，從中得到政策補貼，其運營方式成熟，且能有效整合市場資源，並一定程度加速充電樁的推廣。其優點是能滿足用戶需求和提供差異化服務、提升單樁利用率、企業能獲得穩定收益。其缺點是內部資源的維護下，難於連接外部充電樁，重資產拓展對現金流及利潤造成壓力。

四：第三方充電服務商，市場任何參與方作為投資主體，第三方充電服務商為使用者提供全生態鏈跨界及具價格競爭力的商業化充電服務，能鏈智電為代表。該類企業只負責運營，提供電站 EPC 建設方面的服務，通過連接車主與資產擁有者產生價值，致力提高簽約電站的使用時數。其優點是能滿足用戶需求和提供差異化服務、提升單樁利用率、較低的資金投入門檻，但能獲得行業最關鍵的用戶數據資源。這個商業模式的門檻是需要沉澱客戶資源，及擁有數據分析整合能力，通過有效引流製造合作誘因。

充電運營行業主要存在資金、場地、電網容量和數據資源等競爭壁壘，充電站運營屬於重資產運營行業，前期需要進行大量的資金投入，形成規模的充電場站投資額均在百萬元以上級別。場地方面運營商前期進駐新能源汽車保有量較高的好場地，新進入者後續難以替代。隨著充電功率的加大，一定區域內充電樁建設、運營的數量和功率存在上限，同時電網擴容需要增大前期投入以及獲得政府相關部門審批許可，先進入者往往具備較強的電網容量壟斷性。以上條件需對資金，選址時點，政府關係等方面有進行統一整合，難度較大，且國內單樁充電日使用時長只有 40 分鐘，提高單樁使用效率和客戶引流可能是另闢行業增長路徑的模式。充電網呈現分散

式、數位化的工業互聯應用，得益於母公司在燃油汽車加油的運營經驗及低成本導流，能鏈智電的 eMSP 及 SaaS 軟件實現了用戶、車輛和能源的即時在線，形成了基於用戶、車、電池的海量使用者行為大數據、工業大數據和能源大數據，第三方充電服務商對服務應用數據進行價值挖掘，增加收入的佣金分成，另一方面可以持續改進用戶體驗，提升用戶黏性，並可能通過數據分析和感知，開拓新的業務增長點。

6 公司業務優勢及展望

6.1 充電網絡服務

母公司能鏈集團資源成立於 2016 年，以燃油車加油導流起家，通過構建能源物聯網數位化中台，將加油/充電服務軟件預裝入國內 80% 的主機廠的智慧駕駛艙，集團註冊用戶 3 億，交易用戶 1 億。依託能鏈集團平台的管道資源，公司初期將顯著降低獲客成本，並在數據運營方面有著可複製的經驗，物聯網、大數據、雲計算等技術，構建智慧化充電場站綜合管理平臺，提供場站即時監控、運營管理、故障診斷、維修派單等智慧運營服務體系健全，開發成本得到節約，客戶轉化也順理成章。相對重資產的電站運營者，公司持有的 C 端資源更利於其在產業鏈中推行輕資產擴張，在後期協同強化獲客能力。自能鏈智電的業務注入上市公司後，今年上半年充電服務業務增速迅猛，我們預期 2023-2025 年該業務有望保持翻倍增長。

能鏈智電深入能源資產管理，開創全站運營業務模式。一方面，公司可以有效整合線上龐大流量資源，提升充電樁利用率，並結合數據分析能力為充電定價提供更加合理且具備競爭力的定價策略；另一方面，全站運營模式為業主提供了全方位的託管運營服務，使得業主將精力更加關注在業務拓展和資源整合上。公司已完成先導全站運營模式的驗證，並為全國多個充電站顯著提升運營效率和經濟效益。鑒於公司已連接近 77 萬充電樁和 7.3 萬家充電站，我們認為全站運營模式有望成為公司未來重要增長動力，並打通公司能源資產運營的業務閉環。

6.2 綜合能源解決方案

儲能的應用場景可以分為發電側儲能、輸配電側儲能和用電側儲能三大場景。1) 發電側電力需求場景較多，包括削峰填穀、電力市場輔助服務、可再生能源並網等。2) 輸配電側儲能主要用於緩解電網阻塞、延緩輸配電設備擴容升級等。3) 用戶側儲能主要用於電力自發自用、峰穀價差套利、容量電費管理和提升供電可靠性等。

能鏈智電的線下儲能解決方案可根據充電場站具體經營特徵，為合作企業設計特定的配儲解決方案，提供包括EMS（能源管理系統）、EPC工程建設、AI+網儲充智慧能源運營等在內的一體化集成服務，助力儲能系統在充電站場景的建設與應用。我們看好在充電場站配置儲能設備的長遠前景，其為第三方運營商和充電站擁有者帶來更多元的盈利方式。由於中國18個省份存在顯著的價格差異，通過充放電的削峰填穀差價中獲利，電容量動態管理下與光伏的聯動，充電高峰期間通過儲能電站和電網一同為充電站供電，既實現了削峰填穀，有效彌補新能源發電間歇性和不穩定的短板，又降低電站的用電成本，減低電網的負擔。國務院在《新能源汽車產業發展規劃（2021-2035年）》中明確提出鼓勵“光儲充放”多功能綜合一體站的建設，要求促進新能源汽車與可再生能源高效協同發展；發改委在《“十四五”循環經濟發展規劃》中要求積極推行分散式能源及光伏儲能一體化系統應用。目前國內已經建設了多座光儲充一體化充電站，西藏、江蘇、海南、上海、北京、山東等地的光儲充充電樁都已投入運營。杭州市在《關於加快推進綠色能源產業高品質發展的實施意見（徵求意見稿）》中提出對“光儲充一體化”示範項目實際投資額的30%進行補助，最高不超過3000萬元。9月公司旗下能倉科技與多家企業簽約合作380餘座充電場站，合計供應300臺液冷一體櫃，280臺風冷一體櫃，儲能規模達到130.088MWh，並配套部署集智慧選址服務、督導調試服務和能源管理平臺於一體的綜合解決方案，訂單總額2.04億元人民幣，公司預期到2030年，儲能容量與充電站集成達550+GWh，對應8300億元人民幣。今年9月，公司又中標安吉綠色低碳供應鏈建設項目一期——鞍山站光儲充換電設備供貨及安裝採購，金額約6,718萬元，將向該項目提供“光伏、儲能、充電、換電”一體化光伏儲充換電解決方案，集合供應、採購、安裝、併網等環節。共設置430個充電車位，配備37臺480kW分體式充電堆和30臺360kW一體式雙槍直流充電樁，充電槍總數458把，兩座重型卡車換電站，可以為安吉縣1800輛重型卡車及小型新能源汽車提供充換電服務。同時，專案還配備36臺233kWh儲能一體櫃。

併購與合作方面，今年6月通過子公司Data Auto收購香港領先的太陽能光伏產品一站式服務供應商-香港光電89.99%股權，總對價約610萬美元，切入香港分散式太陽能電站領域。香港光電專注於屋苑及工商業屋頂太陽能項目，累計開發和建設了30MW分散式太陽能項目，目前在香港建設的太陽能工程超過700個，市場份額為32%，在香港地區的屋苑及工商業屋頂太陽能領域，香港光電市場份額排名第一。其完成的大型項目包括全港大量工商大廈樓頂太陽能項目，包括賽馬會、香港交易所、香港國際機場第三條跑道的候機大樓的太陽能電站的設計和建造工程。

據香港機電工程署報告顯示，預計到2026年，香港屋苑及工商業

屋頂太陽能市場空間將增長至 875MW，EPC 市場規模將達 87.5 億港幣，每年電費收入規模 34 億元港幣左右，市場前景廣闊。同時，香港電動汽車發展迅速，2022 年註冊的新電動汽車占比約 53%，由此充電樁運營服務需求也將激增，光伏儲能集成化的解決方案同時也適用於香港的電動汽車充電市場。通過此次交易，能鏈智電由此切入香港分散式太陽能電站領域，持續向全球輸出新能源產品和服務解決方案，而香港光電將依託能鏈智電在充電服務領域的專業經驗，將提升當前屋頂太陽能業務的運營效率和收益，切入香港充電樁運營市場，實現向新能源綜合服務商轉型。

圖表 10：香港光電



資料來源：公司材料、華盛證券整理 2023年11月27日

6.3 新業務

固定充電樁建設中存在的場地或建設週期的限制，為解決車主找樁難而導致的充電焦慮，公司公司推出一款自動充電機器人，融合了一鍵下單、自主尋車、智能充電、自動結算等功能，車主停好車輛後，在移動端下單就可以實現移動充電樁的對接充電服務。自動充電機器人在到達車輛所在位置後，自動充電機器人和車輛通信，車輛自動打開充電口，6 軸機器臂在攝像頭協作下，能夠自主精準插槍充電。我們認為，針對多元的充電場景，充電機器人的概念將有效緩解充電樁資源緊張、排隊等待時間久等痛點，公司將基於充電機器人與現有公共充電網絡形成強互補，對充電峰值時段的資源進行靈活調配，提升資產擁有人及自身服務提供者的價值，最大限度

滿足公眾新能源汽車出行的補能需求，並提前部署無人駕駛汽車的自動充電服務。

圖表 11：充電機器人



資料來源：公司官網材料、華盛證券整理 2023 年 11 月 27 日

7 盈利預測及投資建議

充電網絡服務：根據中國汽車工業協會數據，2022 年新能源車保有量 1,310 萬輛，相較於 2021 年 784 萬輛同比增長 67%。未來隨著新能源汽車保有量及滲透率進一步提升，消費者充電需求不斷釋放，公共充電量有望迅速增長。公司管理國內最大的第三方新能源車充電網路，截至 2023Q3 充電網路已經滲透至中國 350 餘個城市，連接充電站 7.3 萬座，公用充電槍 76.7 萬把，按季度提升明顯。我們預計公司 2023-2025 年該業務收入翻番以上增速，分別為 1.5/10.5/31.6 億元。

綜合能源解決方案：對應上文中國市場至 2030 年充電設備擴容總資本支出有望達到 2 萬億元，得益於 EPC 業務的成長和儲能業務的成功拓展，預期 2024 年-2025 年公司能源解決方案業務於中國大陸市場儲能設備業務的需求持續成長，香港等潛在海外業務的並表，分別同比增長約 2.5/1.2 倍。我們預計公司 2023-2025 年該業務收入分別為 4.62/16.2/35.6 億元。

新業務：虛擬電廠在資源聚合與調度，分散式光伏、儲能及綠電交易會創新嘗試，並通過數據分析和產品組合銷售得到成長，由於業

務處於導入階段，規模有限。我們預計公司 2023-2025 年新業務收入分別為 0.05/0.07/0.13 億元。預計公司 2023-2025 年營收分別為 6.18/26.80/67.38 億元，淨虧損/利潤分別為-10.07/-7.60/4.01 億元。能鏈智電憑藉先發優勢及高速成長性，並短時間內成為國內規模最大的新能源服務提供者之一，通過數字化手段推動產業互聯互通，從而賦能新能源汽車充電行業增值提效，擴張和高成長往績使得盈利模式變得更加清晰。對應目前公司市值及我們對公司 2023/2024 年的收入預測，我們給予公司 2024 年 3 倍 PS，目標價 4.8 美元，首次覆蓋給予“買入”評級。

圖表 13：能鏈智電之財務預測

損益表 (千元/人民幣)	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	92,814	618,079	2,680,527	6,737,564
增速yoy		566%	334%	151%
充電網絡服務收入	50,151	150,600	1,054,200	3,162,600
增速yoy		200%	600%	200%
綜合能源解決方案收入	40,554	462,555	1,618,941	3,561,670
增速yoy		1041%	250%	120%
新業務收入	2,109	4,924	7,386	13,295
增速yoy		133%	50%	80%
其他淨收益	7,317	13,920	16,704	19,210
營運成本	-86,647	-458,940	-2,008,739	-4,514,168
毛利	6,167	159,139	671,788	2,223,396
毛利率	6.6%	25.7%	25.1%	33.0%
銷售費用	-241,430	-152,486	-469,026	-867,698
行政費用	-2,195,981	-542,233	-515,121	-525,423
研發費用	-36,557	-38,026	-39,167	-39,950
總營運成本和費用	-2,473,968	-1,049,285	-1,421,986	-1,806,182
經營利潤/虧損	-2,460,484	-876,226	-733,494	436,424
財務成本	-10,275	-28,933	-31,827	-35,009
稅前利潤/虧損	-5,627,504	-1,011,013	-765,320	401,415
所得稅(費用)/福利	-9,861	3,524	5,286	-493
淨虧損	-5,637,365	-1,007,489	-760,034	400,922

資料來源：公司公告、華盛證券整理 2023年11月27日

【分析员声明】

分析员声明：本研究报告由华盛资本证券有限公司分析员撰写。

本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对目标证券及发行人的观点；

该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；

对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息；

分析员确认并没有在发表报告之前30日内交易或买卖该等证券；

分析员及其有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员；

分析员及其有联系者确认於發表報告時未持有該等證券

分析员确认不会於發表報告後3個營業日內交易或買賣該等證券

分析员及其有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【华盛证券投资评级】

分析员估测未来6~12个月绝对收益在20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”。

免责声明

本研究报告由华盛资本证券有限公司(以下称“华盛证券”，持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、2(期货合约交易)、4(就证券提供意见)、5(就期货合约提供意见)、9(提供资产管理)类受规管活动牌照。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容：

一、此报告及资料受到版权、商标权全面保护。本报告中的资料和内容，使用的商标、服务标志均为华盛证券所有，除非获得华盛证券的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。

二、报告中的信息或所表达的意见，皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，华盛证券及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

三、此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以华盛证券认为可靠且已经公开的信息和数据为基础，华盛证券力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。同时，此报告所载的观点、意见及推测均基于华盛证券于最初发此报告日期当日的判断，过去的表现不应作为日后表现的预示和担保，不同时期，华盛证券及其雇员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。华盛证券不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

四、本报告仅供华盛证券的客户使用，华盛证券不因收件人收到本报告而视其为华盛证券的客户。此外，若本报告内容在接收人所在国家或地区受法律法规限制，接收人请勿使用。本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定适合所有收件人。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华盛证券均不承担任何法律责任。

五、华盛证券及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外)，将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，华盛证券及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

六、华盛证券的销售人员、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。华盛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。华盛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作出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

©2019 华盛资本证券有限公司版权所有。保留一切权利。

法团:	Valuable Capital Limited 華盛資本證券有限公司
营业地址:	香港干諾道中168-200號信德中心招商局大廈28樓2808室
电邮地址:	enquiry@valuable.com.hk
网站地址:	www.valuable.com.hk