

# 特锐德（300001.SZ）

## 箱变业务稳健增长，充电运营龙头地位稳固

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 电力设备 · 电网设备

### ◆ 投资评级：增持（首次评级）

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980520080003  
联系人：李全 021-60375434 liquan2@guosen.com.cn

### 事项：

公司公告 2023 年预计实现归母净利润 4.08-5.17 亿元，同比增长 50%-90%。公司 2023 年“智能制造+集成服务”以及电动汽车充电网两大板块盈利能力均实现较好提升，其中电动汽车充电网板块的经营主体特来电已实现扭亏为盈。

### 国信电新观点：

1) 公司是国内充电运营行业领军者，多年深耕箱变等电力设备业务。公司成立于 2004 年，成立初期专注于户外箱式电力设备业务；2014 年公司开始布局电动汽车充电业务。目前，公司在国内公共充电桩运营市场份额第一，并且在中高端箱变等产品的细分领域处于行业前列。2023H1 公司实现营业收入 56.07 亿元，同比+25%；其中智能制造与系统集成业务实现营收 32.41 亿元，同比+11%，占总营收的 57.8%；电动汽车充电网业务实现营收 23.67 亿元，同比+50%，占总营收的 42.2%。

2) 公司依托场地、资金与技术优势，稳居充电运营行业领先地位。2023 年国内新能源车销量为 949.5 万辆，同比+38%；截至 2023 年末国内新能源车保有量为 2041 万辆，占汽车总量的 6.1%。新能源车保有量持续增加有望带动充电需求稳步增长。2023 年国内公共充电桩新增量为 93 万台，同比+42%，我们预计 2026 年国内新增公共充电桩为 159 万台，2024-2026 年均复合增速为 18%。特锐德是充电运营行业布局最早的民营企业之一，依托丰富的优势场地资源、雄厚的资金实力以及优质的整桩产品和运营平台，公司已经成为国内第一大公共充电桩运营企业，2023 年市场份额超 19%、充电量超 93 亿度。

3) 受益新型电力系统建设持续推进，公司电力设备与充电设备业务有望稳步增长。2024 年 3 月国家能源局、发改委发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，指出到 2025 年配电网承载力和灵活性显著提升，具备 5 亿千瓦左右分布式新能源接入能力。政策推动下配电网建设有望持续加速，公司深耕箱变与户内开关柜领域多年，在铁路中高端箱变等细分市场排名行业前列，有望受益行业增长实现稳健发展。同时，公司具有充电模块与充电桩一体化生产能力，充电设备销售业务有望伴随充电网建设实现持续增长。

4) 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 150.7/190.3/237.4 亿元，同比+30%/+26%/+25%；毛利率分别为 21.0%/20.9%/20.7%。我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 4.61/6.88/9.35 亿元，同比+70%/+49%/+36%；EPS 分别为 0.44/0.65/0.89 元；对应 2023-2025 年 PE 分别为 45/30/22 倍。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值在 21.5-23.0 元之间，相对于公司目前股价有 9%-16%溢价空间。

### 评论：

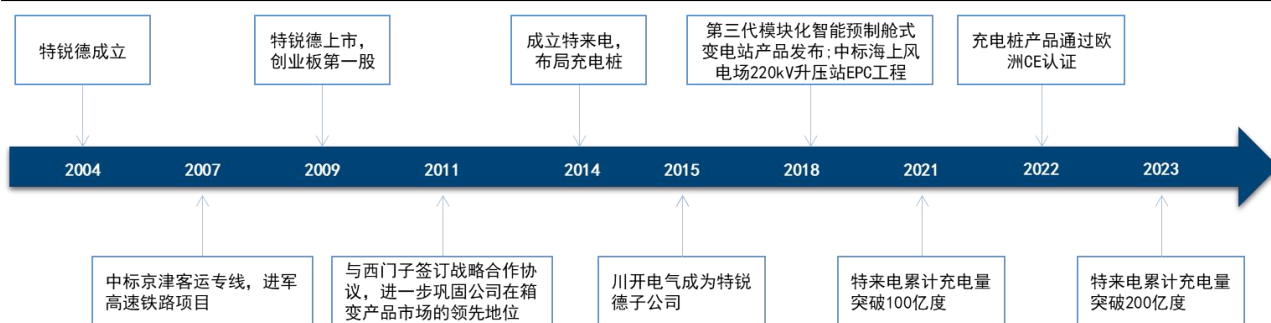
#### ◆ 公司多年持续深耕电力设备与充电桩行业

#### 历史沿革

公司是国内充电运营行业领军企业，多年深耕箱变等电力设备业务。公司成立于 2004 年，成立初期专注于户外箱式电力设备业务。2009 年，公司成功 IPO 成为创业板第一股。2011 年公司收购广西中电布局智能电网业务、同年与西门子在 GIS 技术等领域达成战略合作。2014 年，公司成立特来电，开始布局电动车充电业务。2020 年公司首创以充电、放电、储能、光伏为主体的新能源微电网技术。2023 年，特来电公

共充电桩保有量超 52 万台，占公共充电运营市场份额超 19%，蝉联公共充电桩运营行业榜首位置。

图 1：特锐德发展历程



资料来源：特锐德公告、特锐德官网、国信证券经济研究所整理

**公司主要产品与服务包括：**1) “智能制造+系统集成”业务：主要经营户外箱式电力设备为主、户内开关柜为辅的成套变配电产品；2) 电动汽车充电网及其他业务：主要包括充电桩销售、充电网运营等。

表 1：特锐德产品情况

业务类别	产品分类	产品介绍	
智能制造+系统集成	预制舱式变电站	包含 110kV、220kV 模块化预制舱式产品，将变电站一次、二次系统设备集成安装在三层预制舱体内	
	箱式变配电集成产品	新能源箱式变电站	包含 10kV、20kV、35kV 新能源箱式变电站，将一、二次设备厂内安装调试好集成安装到一个双层箱体内
		铁路远动箱变	集成化的箱变设备，针对铁路自动闭塞和电力贯通线路供电特点而专门设计的高新技术产品
	智能移动变电站	将变电站的一、二次设备及其它附件有机的整合到移动车载平台上，应用于变电站不停电维修、遭遇自然灾害停电等场景，实现临时供电	
	变配电站的一、二次设备	开关柜	主要用于电厂、变电站、工矿企业及高层建筑中，作为接受和分配电能之用，并具有对电路进行控制、保护和监测等功能
		环网柜	主要应用于户内配电室、农网上的户外箱式开闭所、铁路套远动箱变等
		充气柜	主要应用在一次配电场所，额定电流不低于 1250A，可匹配 110kV、35kV 箱变，适用于新能源、轨道交通行业、高原环境、沿海、潮湿环境
电动汽车充电网及其他	组合电器	公司气体绝缘 GIS 设备，选用弹簧操作机构，运行安全可靠，可以依托于模块化的突出优势，灵活实现电缆或架空的进出线方式	
	变压器	产品涵盖干式变压器以及 10/35kV 油浸式变压器	
	充电产品	群充产品	包含高低压一体化群充电系统以及分体式群充电系统，群充产品采取“模块设计、智能运维”，功率池可灵活扩容，满足充电需求的持续提升
		小功率产品	公司拥有 7kW 交流充电桩产品，并提供电车小功率直流充电“特惠充”解决方案，即由 20kW 直流充电机+6 个直流终端组成群充系统，实现智能调度，平衡车辆充电需求
	自动充电产品	针对新能源客车、小型商用车等不同应用终端，公司分别研发出智动柔性充电弓以及智动柔性充电机械手，并推出智动柔性充电机器人精准识别给电动汽车进行自动充电	
新能源微电网系统	一体式直流充电单桩	设备支持大功率双枪同充（重卡等物流车）、单/双枪同充两种充电模式，涵盖 40/80/120/160/240/320kW 产品。此外，公司拥有一体式欧标直流充电机，满足欧盟 CE 认证标准。	
	微网箱变	变配光储充放检深度融合，充分利用新能源发电、智慧储能和电动车充放电调节网络能量流动，实现新能源车充新能源电	
	梯次储能	梯次电池储能系统功率 120kW，最大转换效率≥95%，系统配置 6 槽位电池仓，最大容量可达 540kWh，充分发挥梯次电池的剩余价值，为有储能需求的用户提供安全、高效、经济的整体解决方案	
	特微网	推出光伏+雨棚+充电的一体化解决方案，方案充分利用了充电站雨棚空间，在实现遮风挡雨的同时，引入了绿色清洁能源，实现新能源车充新能源电，可有效减少充电高峰期的电网负荷，为电网实现削峰填谷的作用。	

资料来源：特锐德公告、特锐德官网，国信证券经济研究所整理

图2: 特锐德箱式变电产品（上图）、环网柜（下图）



资料来源：特锐德官网、国信证券经济研究所整理

图3: 特锐德部分充电桩产品



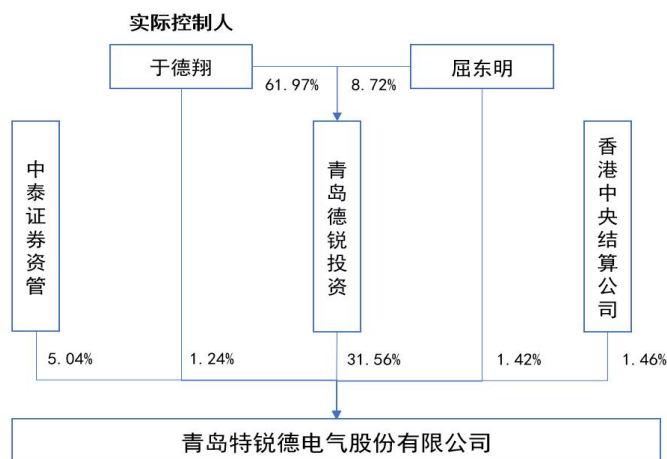
资料来源：特锐德官网、国信证券经济研究所整理

### 股权结构与公司治理

公司实际控制人为董事长于德翔。截至 2023 年 11 月，公司控股股东为青岛德锐投资，持股比例为 31.56%；实际控制人为董事长于德翔，其直接及间接通过青岛德锐投资合计持有公司 20.8%左右的股份。公司主要子公司为特锐德高压、广西中电、特来电股份（特锐德持股 77.7%）等。

公司核心管理层具有丰富的电力电子行业工作经验，且大多在公司任职多年、具有丰富的管理和实践经验。

图4: 特锐德股权结构图（截至 2023 年 11 月）



资料来源：特锐德公告、特锐德官网、国信证券经济研究所整理

表2: 特锐德主要董事及高管情况

姓名	职务	个人履历
于德翔	董事长	博士研究生学历，清华大学 EMBA，正高级工程师，青岛市上市公司协会会长、青岛市工商联副主席、山东省人大代表。曾任河北电力设备厂副厂长、河北省电力公司技术发展公司总经理，现任公司董事长、特来电董事长。

宋国峰	副董事长, 执行总裁	曾任职于济南铁路局。现任公司副董事长、执行总裁。
周君	董事, 执行总裁	曾任公司技术中心副主任、客户中心主任, 现任公司董事、执行总裁。
常美华	董事, 副总裁	助理工程师。曾任公司经理办公室主任, 监事会主席, 现任公司董事、执行总裁。
李军	董事, 高级副总裁	高级工程师。现任公司董事、高级副总裁, 特锐德子公司川开电气董事长。
陈忠强	董事	曾任河北电力设备厂电气分厂副厂长。现任公司董事, 特来电董事、高级副总经理。
王超	总裁	曾任公司研发中心电气工程师、山东区域营销经理、大区经理助理、大区经理、营销总监、营销中心总经理, 现任公司总裁。
康晓兵	副总裁	曾任迈驰国际技术工程师、TEC(北京)销售总监、青岛特锐德副总经理。现任公司副总裁。
李会	副总裁	曾任青岛特锐德电气生产中心主任, 现任公司副总裁。
李广智	副总裁	高级工程师。曾任特锐德技术中心副主任、计划调度中心主任、金工事业部副总经理、总裁助理兼总裁办公室主任。现任公司副总裁。
杜波	副总裁, 财务总监	曾任青岛泛海实业财务经理、特锐德财务中心主任、特锐德董事会秘书。现任公司副总裁、财务总监。
杨坤	副总裁, 董事会秘书	曾任公司证券事务代表。现任公司副总裁、董事会秘书。

资料来源: 特锐德公告, 国信证券经济研究所整理

**公司 2023 年 6 月向员工授予限制性激励股票, 以此提升核心团队凝聚力。**公司 2023 年 6 月向 2023 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票。此次激励共向 711 人授予 1518.7 万股(占公司股本的 1.46%), 授予价格为 11.16 元。此次激励对 2024-2026 年公司的营收或利润增速(不含特来电及其下属企业财务数据)设置了相应的考核要求。

表 3: 特锐德 2023 年股权激励计划业绩考核要求

解除限售阶段	考核期间	业绩考核要求
第一个解除限售期	2024 年度	公司需满足以下两个条件之一: 1、以 2022 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 35%(即不低于 95.3 亿元); 2、以 2022 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 40%。
第二个解除限售期	2025 年度	公司需满足以下两个条件之一: 1、以 2022 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 60%(即不低于 113.0 亿元); 2、以 2022 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 70%。
第三个解除限售期	2026 年度	公司需满足以下两个条件之一: 1、以 2022 年营业收入为基数, 2026 年营业收入增长率不低于 90%(即不低于 134.2 亿元); 2、以 2022 年净利润为基数, 2026 年净利润增长率不低于 100%。

资料来源: 特锐德公告, 国信证券经济研究所整理

注: 在计算本次激励计划公司业绩考核条件中相关指标时, 特来电股份及其下属企业相应财务数据不纳入计算范围; 上述“净利润”以扣非归母净利润为计量依据; 2022 年特锐德归母净利润为 2.72 亿元、扣非净利润为 1.50 亿元, 特来电归母净利润约为-0.20 亿元

**针对特来电, 公司在 2019 年 2 月发布了股权激励计划, 并在 2023 年 11 月进行了调整。**根据 2019 年激励计划, 公司拟向约 100 名员工进行股权激励, 激励对象拟共同出资成立 2 家持股平台, 持股平台以增资方式持有特来电 5% 股权。本次激励计划的限售解除条件为 2019 年以及 2022-2025 年特来电云平台累计充电量达到 547.5 亿度。若未 100% 达到解锁目标, 则持股平台按特来电考核年度内累计实现的充电量与业绩承诺值 547.5 亿度的比例解除限售, 其余持股平台未能解除限售的特来电股权由特锐德回购。

表 4: 特来电股权激励计划业绩考核要求

业绩实现比例	业绩实现情况具体描述	解除限售措施
达到 100%	特来电 2019 年、2022 年-2025 年累计实现的云平台充电量达到或超过业绩承诺值 547.5 亿度	本次股权激励股权全部解除限售
小于 100%	特来电 2019 年、2022 年-2025 年累计实现的云平台充电量未达到业绩承诺值 547.5 亿度	持股平台按特来电 2019 年、2022 年-2025 年年累计实现的云平台充电量与业绩承诺值 547.5 亿度的比例解除限售, 其余持股平台未能解除限售的特来电股权由特锐德回购

资料来源: 特锐德公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 2019 年、2022-2023 年已经累计实现云平台充电量超 173 亿度



## 公司经营情况

随着国家以新能源为主体的新型电力系统战略持续深化，公司智能制造与系统集成业务实现快速增长；同时伴随着国内电动车渗透率的持续提升以及快速补能需求提升，公司电动汽车充电网业务亦实现高速增长。

公司营业收入从 2020 年的 74.64 亿元增长至 2022 年的 116.30 亿元，年均复合增速达到 28%；归母净利润由 2020 年的 2.04 亿元增长至 2022 年的 2.72 亿元，年均复合增速达到 50%。根据业绩预告，公司 2023 年预计实现归母净利润 4.08-5.17 亿元，同比增长 50-90%，维持高速增长态势。

图5：特锐德营业收入及增速（单位：亿元、%）



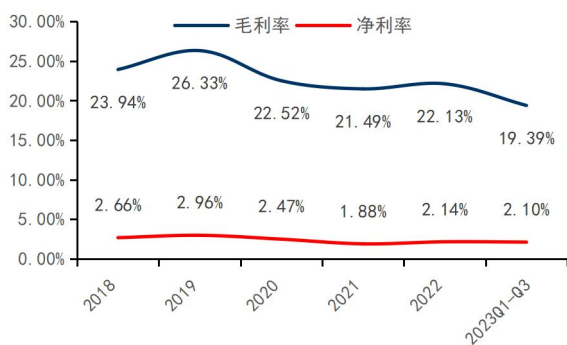
资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：特锐德归母净利润及增速（单位：亿元、%）



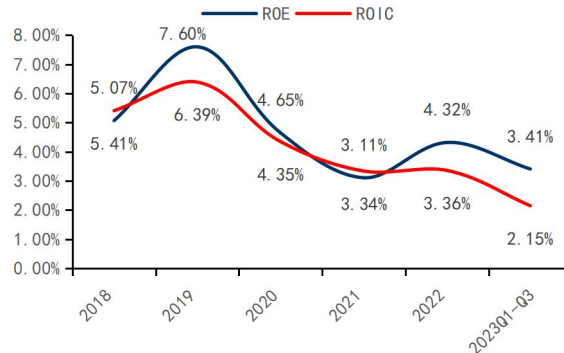
资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理；注：2023年归母净利润取业绩预告中值

图7：特锐德毛利率及净利率情况



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

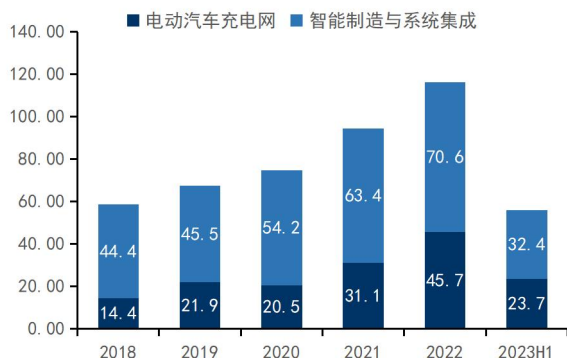
图8：特锐德 ROE、ROIC 情况



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

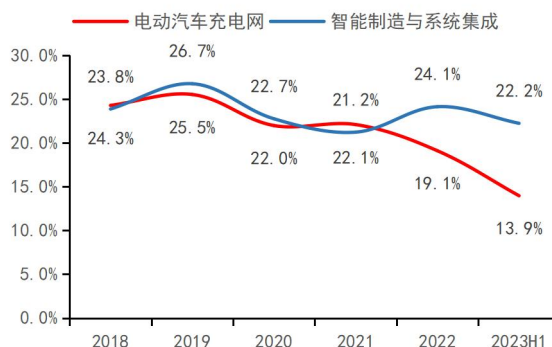
**公司主营业务包括：**智能制造+系统集成业务；电动汽车充电网业务。2023H1 公司实现营业收入 56.07 亿元，同比+25%；其中智能制造与系统集成业务实现营收 32.41 亿元，同比+11%，占总营收的 57.8%；电动汽车充电网业务实现营收 23.67 亿元，同比+50%，占总营收的 42.2%。

图9：特锐德各业务营业收入（亿元）



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

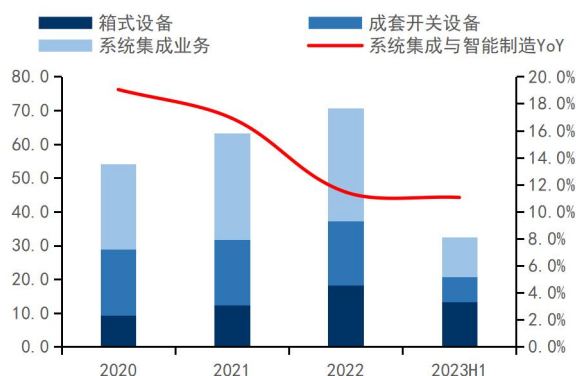
图10：特锐德各业务毛利率情况



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

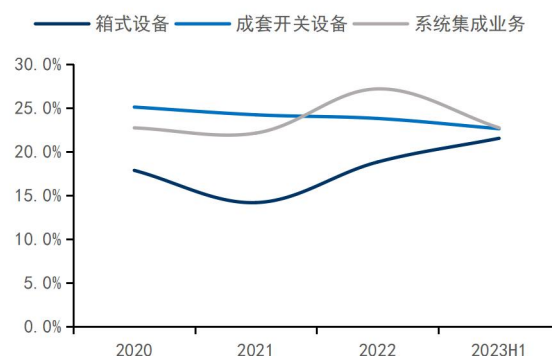
公司智能制造+系统集成业务主要包括成套开关设备销售、箱式设备销售、系统集成业务等。受益于新型电力系统建设的加速推进，公司箱变项目中标持续增长，用户侧产品实现多行业快速落地。公司智能制造与系统集成业务在 2023H1 实现营收 32.41 亿元，同比+11%；毛利率为 22.21%，同比+1.36pct。其中箱式设备业务 2023H1 营收 13.22 亿元、系统集成业务营收 11.74 亿元、成套开关设备业务营收 7.45 亿元。

图11：特锐德智能制造与系统集成业务结构



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：特锐德智能制造与系统集成细分业务毛利率情况



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司电动汽车充电网业务主要包括充电运营、充电设备销售、增值服务等。2023H1 公司电动汽车充电网业务实现营收 23.67 亿元，同比+50%；毛利率为 13.95%，同比-1.54pct。我们估计 2023H1 公司充电运营业务收入超 16 亿元、毛利率或达到 5%以上，充电设备销售收入超 6 亿元、毛利率或达到 30%左右，增值服务收入近 1 亿元、毛利率或达到 60%-70%。

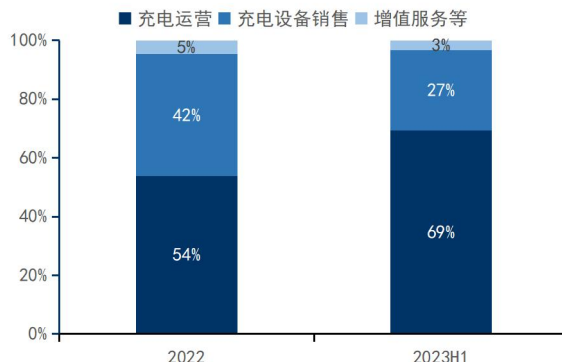
2020 年受疫情影响，公司电动汽车充电网业务收入增长放缓；2021 年开始，电动车销量持续走高带动新能源车保有量提升，公司充电网业务营收快速增长。2021 以来，充电网业务毛利率略有下滑，或主要系：1) 较低毛利率的运营业务收入占比持续提升；2) 2021-2023H1 充电运营行业竞争激烈，行业服务费承压显著。而 2023H2 以来，充电运营行业服务费相对稳定，公司盈利能力有望稳中向好。2023 年公司电动汽车充电网板块的经营主体特来电已实现扭亏为盈。

图13：特锐德电动汽车充电网业务情况



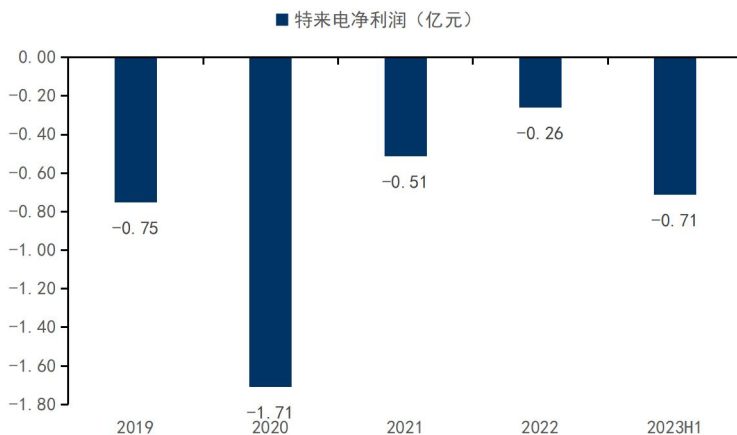
资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：特锐德电动汽车充电网业务结构



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

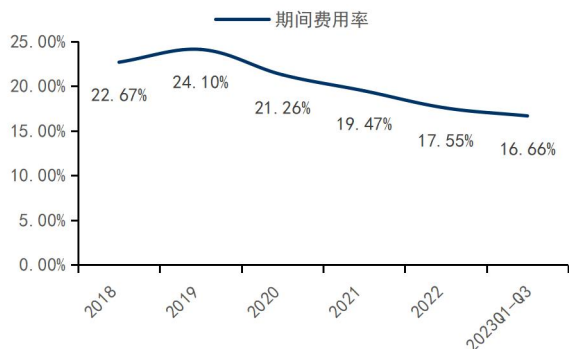
图15：特来电净利润情况（亿元）



资料来源：特锐德公告、特锐德官网、国信证券经济研究所整理

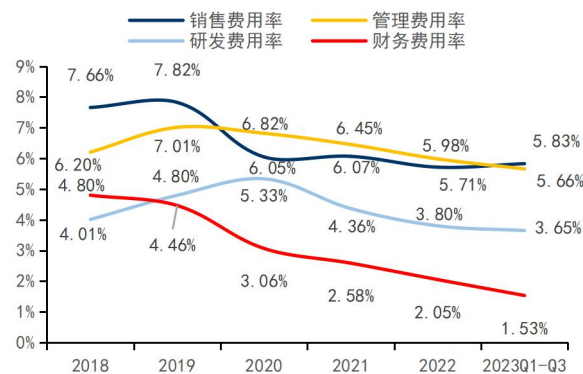
公司期间费用管控良好，近年来整体呈现稳步下行态势。公司2018-2022年及2023Q1-Q3期间费用率分别为22.67%/24.10%/21.26%/19.47%/17.55%/16.66%，整体呈现波动下降趋势。

图16：特锐德期间费用率情况



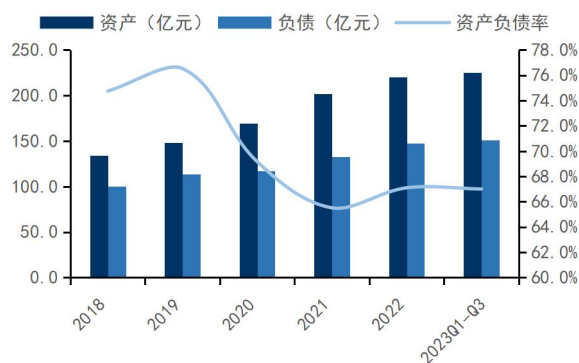
资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：特锐德费用率情况



资料来源：特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 特锐德资产、负债和资产负债率情况



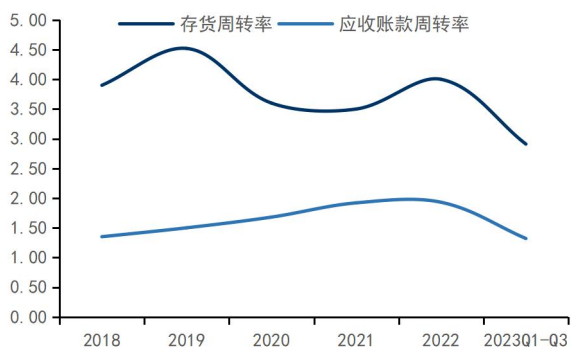
资料来源: 特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 特锐德经营活动现金流情况



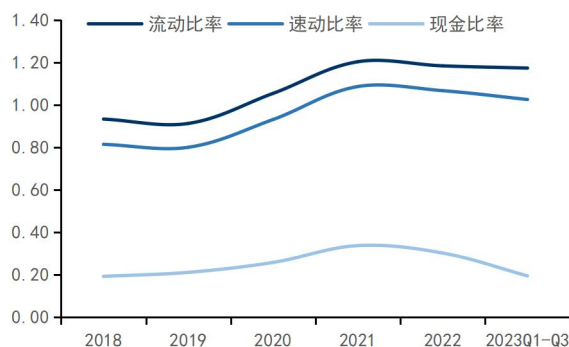
资料来源: 特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 特锐德营运能力指标变化



资料来源: 特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 特锐德偿债能力指标变化



资料来源: 特锐德公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## ◆ 新型电力系统建设持续推进，电力设备业务有望稳步增长

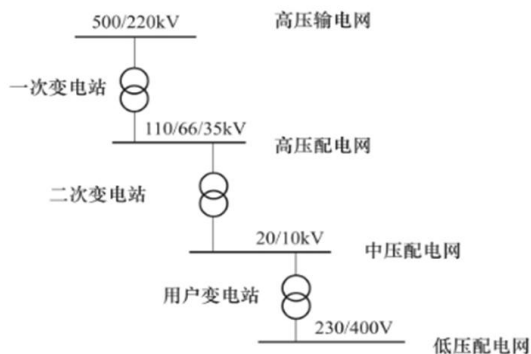
### 电网建设投资加码，电力设备需求有望持续增长

电力系统主要分为发电、输配电和用电三个环节，其中输配电环节又包含输电、变电和配电三个部分。输配电环节是将发电企业生产的电能按照合理的电压等级升压输送并分级降压到用户使用，输配电设备的安全、稳定运行对电力系统的安全、有效运行具有十分重要的意义。

输配电设备一般分为一次设备和二次设备。一次设备是直接用于生产、变换、输送、疏导、分配和使用电能的电力设备，如发电机、变压器、开关电器、互感器、电抗器等。二次设备是可以对一次设备的运行状态进行测量、监控、控制和调节等操作的电力设备，如测量表计、继电器等。

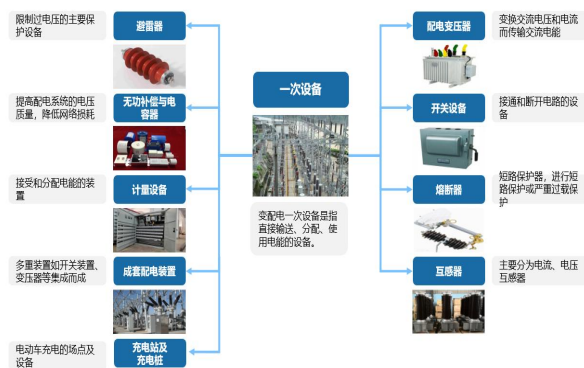


图 22: 电网结构示意图



资料来源: 中国电力企业联合会, 国信证券经济研究所整理

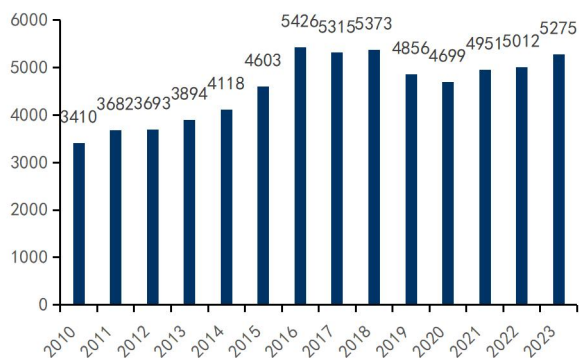
图 23: 配电网主要一次设备



资料来源: 中国电力企业联合会, 国信证券经济研究所整理

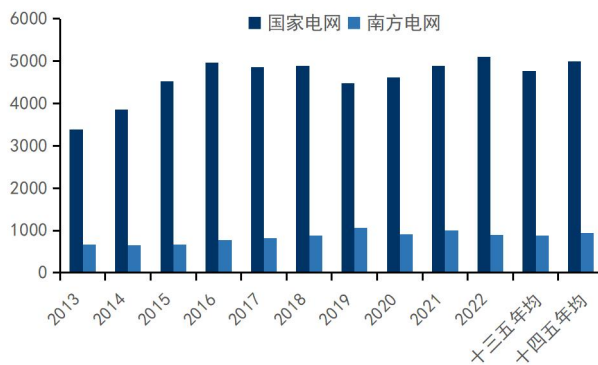
**电网建设投资持续增加, 电力设备需求有望明显提升。**“十四五”期间, 国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元, 南方电网计划实现电网投资约 6700 亿元。其中, 国家电网配电网规划投资超过 1.2 万亿元, 占总投资的 60%以上; 南方电网配电网规划投资达到 3200 亿元, 约占总投资额的 48%。

图 24: 电网工程年度投资完成额 (亿元)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图 25: 国家电网、南方电网电网投资情况 (亿元)

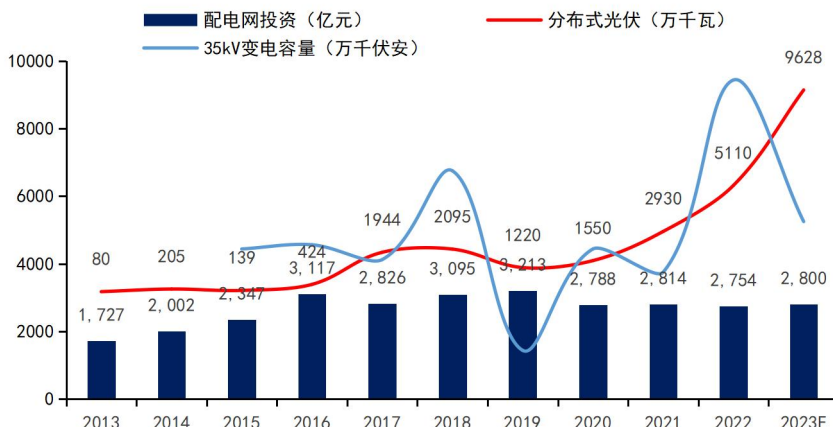


资料来源: 国家电网、南方电网, 国信证券经济研究所整理

**国内配电网建设有望加速发展。**2015 年以来我国配电网投资总额稳定在 2700-3100 亿元, 同期我国分布式光伏新增装机容量从 139 万千瓦快速增长到接近 9000 万千瓦。35kV 变电容量增长不及分布式光伏的增长容量, 未来可能对分布式光伏的接入形成瓶颈。例如截至 2023 年 4 月, 全国整县推进屋顶光伏分布式试点累计并网 3692 万千瓦, 完成了规划目标的 22%。

2024 年 3 月国家能源局、发改委发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》, 指出到 2025 年, 配电网承载力和灵活性显著提升, 具备 5 亿千瓦左右分布式新能源接入能力。2024 年 3 月国家发展改革委、国家能源局、农业农村部联合印发《关于组织开展“千乡万村驭风行动”的通知》, 支持农村地区充分利用风能资源和零散闲置非耕地, 推动风电就地就近开发利用。**分布式新能源建设的持续加速对于配电网提出新的更高要求, 进而有望推动配电网建设加速推进。**

图26：国内配电网投资额与分布式光伏新增规模



资料来源：CPIA、国家能源局、国信证券经济研究所整理

### 公司深耕箱变与户内开关柜多年，积极推出输变电系统解决方案

公司深耕箱变与户内开关柜领域多年，中高端箱变产品在国内铁路市场排名第一。公司自2004年成立至今，高度专注于智能箱变产品的集成设计与研发生产。

**在发电侧**，公司创新研发了全预制舱式模块化变电站集成解决方案，有效提升发电站建设效率。2023年公司新能源箱变取得华能、华电、中核汇能三大发电公司集采中标、以及国家能源集团、国电投等国央企新能源发电项目中标。同时，公司自主研发的储能PCS变流升压一体舱广泛应用于独立储能、共享储能、新能源配储等各个场景。

**在电网侧**，公司在国家电网输变电集采、省网配电协议库存集采的中标量实现稳定增长。公司预制舱式模块化变电站、箱式变电站、开关柜等产品在四川、山东、安徽、重庆、江苏、广东、云南等省电网公司广泛落地应用。

**在用户侧**，公司与多行业客户积极合作，已为比亚迪、阿里巴巴、中国移动、融通高科、中石化等提供全方位电力系统解决方案。

公司中高端箱变产品已经取得了中国铁路市场占有率第一、局部电力市场第一的行业地位。同时，在新能源发电领域，公司预制舱式模块化变电站产品和新能源箱变产品的中标份额位居行业前列。

**公司持续提升系统集成能力，为客户提供安全高效的系统解决方案。**公司以新一代预制舱式变电站为载体，提供涵盖设计咨询、设备集成总装、工程服务、运维服务、价值增值服务等全生命周期全链条的集成解决方案，以此给客户带来更好的变电站建设及使用体验，建立长期黏性。

**公司海外客户开拓持续推进，有望贡献可观收入。**2022年公司智能制造与系统集成业务总体合同额中约10%由海外客户贡献。目前公司的预制舱式模块化变电站产品已经销售至全球三十多个国家。未来公司紧跟一带一路走出去战略，海外客户开拓有望加速推进。

图27：特锐德系统集成业务



资料来源：特锐德官网、国信证券经济研究所整理

◆ 运营制造双驱动，充电桩行业领军地位稳固

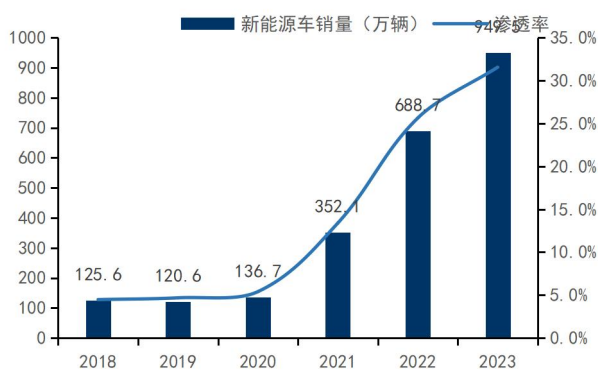
政策推动叠加补能需求提升，国内充电桩产业加速发展

国家政策密集推出，引领充电桩发展方向。早在 2015 年发改委、工信部等四部委就联合印发《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》，提出到 2020 年新增分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。2020 年 5 月《政府工作报告》中充电桩被纳入新基建七大重点领域之一。随后的四年时间里，国家相继出台多项政策，持续支持充电桩在多场景发展。

新能源车渗透率持续提升，补能需求增长提振充电桩行业发展。根据公安部数据，截至 2023 年末国内新能源车保有量为 2041 万辆，占汽车总量的 6.1%；其中纯电动车保有量为 1552 万辆，占汽车总保有量的 76.0%。根据中汽协数据，2023 年国内新能源车销量为 949.5 万辆，同比+38%；国内新能源车渗透率 31.6%，同比+5.9pct，国内汽车电动化持续推进，对于车辆补能需求快速提升。

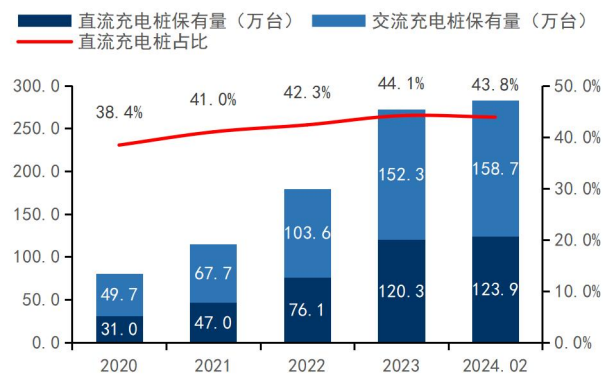
根据中国充电联盟数据，截至 2024 年 2 月国内公共充电桩保有量为 282.6 万台，其中直流充电桩为 123.9 万台，占比达到 43.8%，同比+1.2pct，环比+0.2pct。2023 年国内新增公共充电桩 92.6 万台，同比+43%；其中新增直流充电桩 44.2 万台，同比+52%。

图28：国内新能源车销量及渗透率（万辆、%）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图29：国内公共直流桩和公共交流桩保有量情况（万台）



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

我们假设：1) 政策推动下公共充电桩建设有望加速，2024-2026 年国内公共桩车桩存量比有望达到 7.3/7.0/6.7；2) 快速补能需求下，直流桩占比或持续提升，2024-2026 年国内直流桩占比有望达到 47/49/51%；3) 考虑到大功率直流桩占比有望提升，2024-2026 年直流公共桩售价预计分别为 5.3/5.4/5.5 万元。

由上述假设，我们预计 2026 年国内新增公共充电桩为 159 万台，2024-2026 年均复合增速为 18%；其中 2026 年新增公共直流桩为 92 万台，2024-2026 年均复合增速为 22%。我们预计 2026 年国内公共充电桩保有量为 685 万台，其中直流桩保有量为 349 万台。

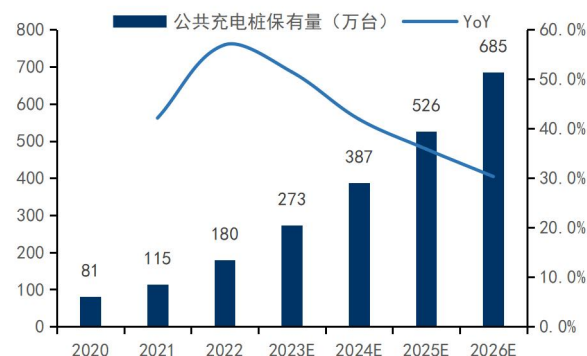
我们预计 2026 年国内公共充电桩市场规模有望达到 535 亿元，2024-2026 年均复合增速为 24%；2026 年公共直流桩市场规模为 505 亿元，2024-2026 年均复合增速为 24%。

图30：国内公共充电桩新增量（万台）



资料来源：中汽协，中国充电联盟，国信证券经济研究所整理与测算

图31：国内公共充电桩保有量（万台）



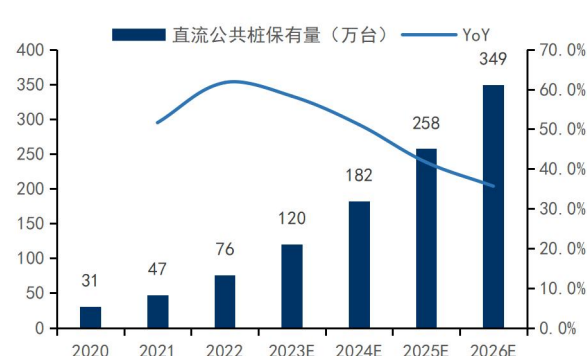
资料来源：中汽协，中国充电联盟，国信证券经济研究所整理与测算

图32：国内直流充电桩新增量（万台）



资料来源：中汽协，中国充电联盟，国信证券经济研究所整理与测算

图33：国内直流充电桩保有量（万台）



资料来源：中汽协，中国充电联盟，国信证券经济研究所整理与测算



图34: 国内公共充电桩市场规模 (亿元)



资料来源: 中汽协, 中国充电联盟, 国信证券经济研究所整理与测算

图35: 国内公共充电桩总功率及利用率情况 (%)



资料来源: 中国充电联盟, 国信证券经济研究所整理

### 充电运营行业: 格局相对集中, 企业先发优势明显

国内充电桩的运营模式, 按照是否自行投资建设和运营可以分为轻资产运营与重资产运营。重资产运营的主体多为传统运营商、国有企业、整车企业等, 如国家电网、特来电、星星充电、蔚来等。轻资产运营主要包括第三方平台运营、合伙人共营等模式, 相关运营主体包括云快充等。目前国内充电桩运营主体还是以传统运营商为主。

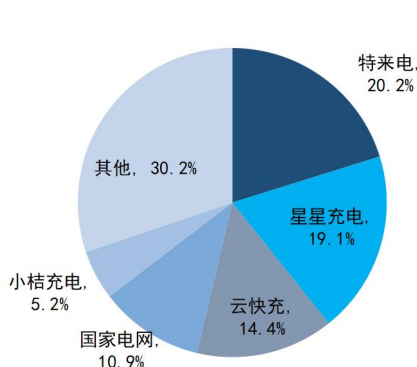
表5: 充电桩不同运营模式对比

分类	业务模式	优势	不足	
重资产运营	传统运营商	自主完成充电桩建设与运营维护, 并为用户提供充电管理等后续运维服务	主流模式, 运营管理效率高	资金压力大, 建设成本高, 投资回收期较长
	国有企业	依托国企优势为新能源车提供充电服务	资源网络发达、资金实力雄厚	市场敏感度较低
	整车企业	从事新能源汽配套充电桩投资、建设、运营, 打造新能源车生态链并形成闭环。	为车主提供完善后续服务, 打造销售、售后闭环生态链, 以此带动车辆销售	资金压力大, 技术、原材料供给等方面较专业运营商处于劣势
轻资产运营	第三方平台	不直接参与充电桩的投资建设, 通过资源整合能力将各大运营商的充电桩接入自家SaaS平台, 连接运营商与消费者	资金要求较低, 打通不同运营商之间的互联互通, 提高用户充电体验	与运营商之间会存在部分利益冲突
	合伙人共营	“投资方+充电服务运营商+场地资源方”多方合作, 完成充电站建设、运营和维护工作	改善运营商重资产的运营现状, 有效盘活充电桩上下游的产业资源, 拓展社会多方合作	各方利益关系复杂

资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

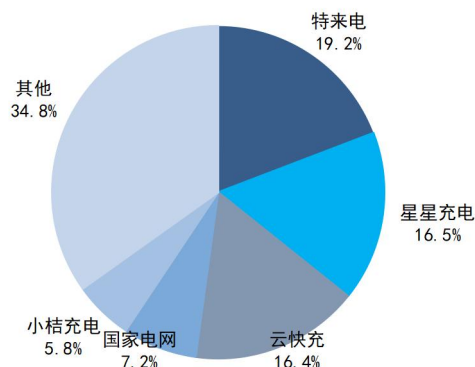
国内充电桩运营行业竞争格局相对集中。截至2022年底, 国内各类充电桩运营企业已超过3000余家, 公共桩保有量超过1万台的企业有17家。充电桩在纳入新基建之后, 再度吸引了众多玩家的参与; 充电需求以及渠道的相对分散, 造成了运营市场相对长尾的格局。但是头部企业依托资金优势、土地优势、技术优势等, 在行业中持续保有较高市场份额。截至2023年底, 国内公共桩保有量前五大企业合计运营市场65%的充电桩。

图 36：2022 年末国内公共充电桩运营市场竞争格局



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

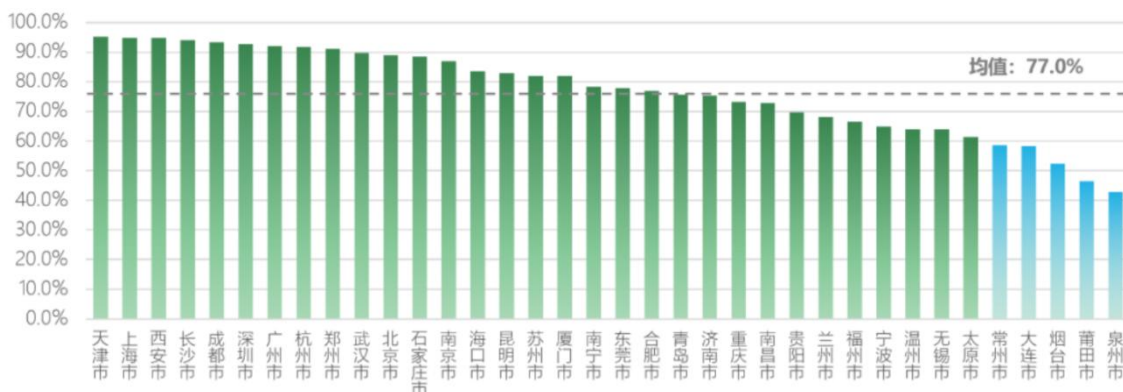
图 37：2023 年末国内公共充电桩运营市场竞争格局



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

**充电桩运营行业壁垒在于：1) 场地资源壁垒：**土地资源具有稀缺性，拥有更多优质场地资源的运营商能够更为合理进行场站的布局；同时由于土地使用权的排他性、布局早的企业在土地租赁续约时亦有显著优势。根据中国城市规划设计研究院的数据，2022 年国内 36 座城市中心城区公用桩覆盖率均值达到 77.0%，同比增长超 3.7pct；后续可供建设充电场站的土地资源正日趋紧俏。因此，具有丰富场地资源和先发优势的企业在行业竞争中有望处于领先地位。

图 38：2022 年 36 座城市中心城区公用桩覆盖率分布



资料来源：中国城市规划设计研究院《2023 年中国主要城市充电基础设施监测报告》、国信证券经济研究所整理；注：公共桩覆盖率是指中心城区范围内以公用桩 900 米半径覆盖的建设用地面积与建设用地总面积之比。

**2) 资金壁垒：**对于重资产运营的企业来讲，充电场站建设前期需要较大的资本投入，且资金回收期较长，故而对于企业资金实力具有较高要求。上市公司具有更好的融资平台和丰富多样融资渠道，资金优势明显。

### 服务费与充电利用率是影响运营企业盈利能力的关键

**运营企业收费模式为：充电费 = 电价 + 度电服务费。**由此衍生出的盈利模式包括：1) 重资产运营模式下，企业通过补贴、充电服务费、赚电价差等形式来回笼资金；2) 轻资产运营模式下，企业营收主要来自服务费。伴随国内新能源车保有量持续提升，国内充电桩利用率正呈现稳中有升的发展趋势。

我们假设：1) 设备及安装施工成本：60kW 充电桩单桩成本 3.0 万元、配电设备成本 2.0 万元，安装施工费用为 1.5 万元，折旧年限为 10 年；2) 维护及场地租金每年合计 0.8 万元。

我们假设充电利用率为 8%、充电服务费为 0.50 元/kWh，测算得到 60kW 直流充电桩单桩年净利润为 0.38 万元，静态投资回收期为 6.28 年。

表6: 60kW 直流桩单桩盈利与回收期测算

	单位	60kW 直流桩
充电设施	万元	3.0
配电设备	万元	2.0
安装施工费用	万元	1.5
单桩固定成本	万元	6.5
单桩年固定成本	万元/年	0.65
单桩年运维费用	万元/年	0.80
充电利用率	%	8%
充电服务费	元/kWh	0.50
综合电价	元/kWh	1.02
单桩年净利润	万元/年	0.38
单桩年现金流净额	万元/年	1.03
静态投资回收期	年	6.28

资料来源：特锐德公告，联联充电，国信证券经济研究所整理与测算

此外，针对不同的服务费及充电利用率，我们对单桩利润与投资回收期进行了敏感性测算，结果如下。

表7: 服务费和单桩利用率对 60kW 充电桩年净利润的敏感性测算

单桩年净利润 (万元)	服务费 (元/kWh)					
	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	
6%	-0.22	-0.10	0.02	0.13	0.25	
7%	-0.08	0.06	0.20	0.34	0.48	
单桩利用率 (%)	8%	0.07	0.23	0.38	0.54	0.70
	9%	0.21	0.39	0.57	0.75	0.92
	10%	0.36	0.56	0.75	0.95	1.15

资料来源：特锐德公告，联联充电，国信证券经济研究所整理与测算

表8: 服务费和单桩利用率对 60kW 充电桩投资回收期的敏感性测算

投资回收期 (年)	服务费 (元/kWh)					
	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	
6%	15.11	11.85	9.75	8.28	7.20	
7%	11.31	9.12	7.64	6.58	5.77	
单桩利用率 (%)	8%	9.04	7.41	6.28	5.45	4.81
	9%	7.52	6.24	5.33	4.66	4.13
	10%	6.45	5.39	4.63	4.06	3.62

资料来源：特锐德公告，联联充电，国信证券经济研究所整理与测算

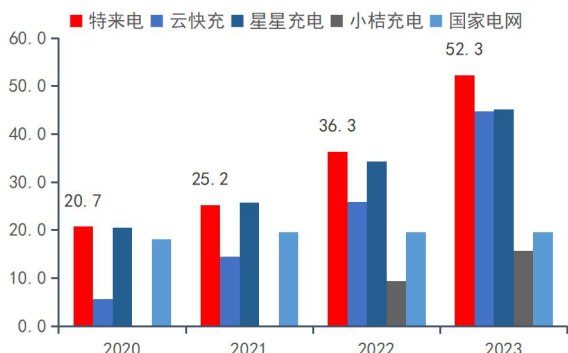
## ◆ 场地、资金与技术优势明显，公司充电运营行业领军地位稳固

### 充电运营：公司先发布局，场地、资金优势明显

**公司先发布局充电桩行业，规模优势明显。**2014 年国家电网宣布引入社会资本投资参与电动汽车充换电设施建设，特锐德积极把握市场机遇在同年成立特来电股份、布局充电桩行业。截至 2023 年末，公司已经在全国 360 座城市和地区运营公共充电终端超 52.3 万台，市场份额位居国内第一。规模优势能够帮助公

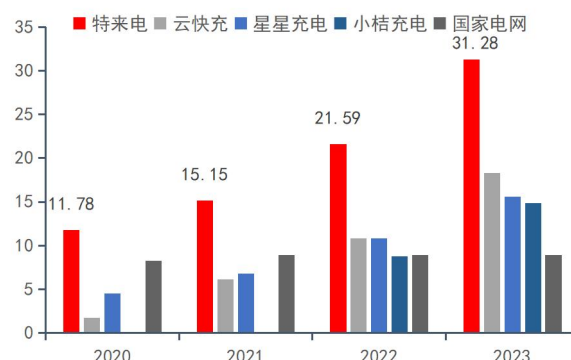
司摊销运维成本，并且能够提高各地区后续场站的建设效率。

图39：部分运营企业公共充电桩保有量（万台）



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

图40：部分运营企业直流充电桩保有量（万台）



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

公司占据优质场地资源，助推充电利用率处于行业较高水平。目前国内一线、二线城市充电桩平均覆盖率较高，未来增量有限，公司场地资源丰富，在长三角以及珠三角等电动车渗透率较高的地区进行充电场站的重点部署，保障自身充电利用率处于行业内较高水平。

图41：国内各省市充电站保有量情况（截至2024年2月）



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

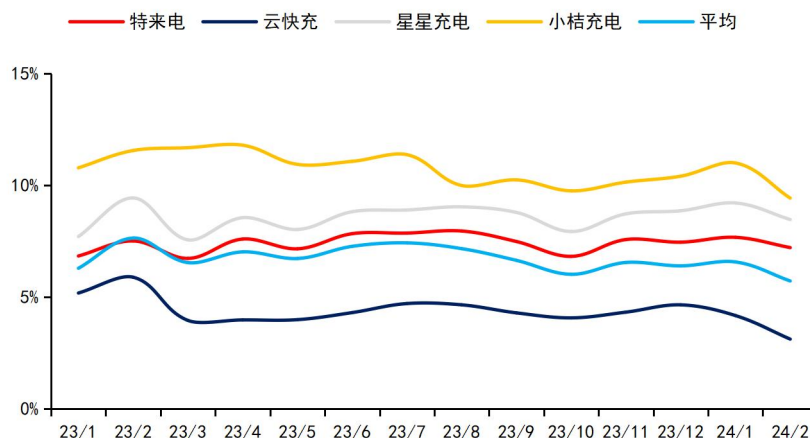
图42：特锐德在中东部地区具有较多场站布局



资料来源：特来电官网，国信证券经济研究所整理；注：图中所示为特来电在各地区充电站布局情况，数据截至到2024年3月20日



图43：部分充电运营商充电利用率对比



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

**特来电用户数量行业第一，数据资源优势助力公司降低运营成本、提高用户体验。**截至2024年1月底，特来电APP注册用户2000万，用户数量行业第一。庞大的用户群体能够为公司提供充足的车辆、能源等数据资源。一方面公司可以依托数据进行充电网优化，实现充放电灵活统一调度、改善服务体验、提升客户粘性。另一方面，公司可以依托APP引入部分广告资源，丰富盈利手段。

**特锐德资金实力雄厚，融资渠道丰富。**充电场站建设前期投入高，对于资金要求大。特来电背靠上市公司特锐德，融资手段相对丰富。同时特来电亦通过一级市场积极进行增资扩股，先后引入GIC、国家电投等战略投资者，提升自身经营实力、夯实自身在行业里的领先优势。

表9：特锐德、特来电、星星充电以及云快充历史融资情况

融资主体	融资时间	融资方式	参与方	融资金额（亿元）
特锐德	2015年	定增		2.3
	2018年	可转债		10.4
	2020年	非公开发行		8.5
特来电	2016年	增资扩股	国开发展基金	0.5
	2019年	增资扩股	员工持股平台	0.18
	2020年	A轮融资	国调基金、鼎晖投资、国新资本等	13.5
	2021年	增资扩股	GIC、铁发投资、久事集团等	3.0
	2021年	增资扩股	普洛斯、国家电投、三峡集团等	3.0
云快充	2018年	A轮融资	普洛斯旗下隐山基金、际链科技	1.0
	2021年	B1轮	宁德时代、合力资本、财信金控	
	2021年	B2轮	蔚来资本	
	2021年	B3轮	OPPO	
星星充电	2022年	C轮	ABB资本	
	2020年	A轮融资	中金资本、施耐德电气、建银国际、国创中鼎、上海国和、武进高新区平台公司等	8.55
	2021年	B轮融资	高瓴领投、IDG、北京泰康投资、禹达投资、宝龙与远洋地产等	

资料来源：各公司官网，特锐德公告，国信证券经济研究所整理；注：不完全统计，最新情况以各公司公告为准；特锐德三次资金募集中，第一次与第三次所募集资金主要支持电力设备业务发展，第二次募集资金中部分用于充电桩建设和运营项目

**公司提出新型“合伙人”运营模式，降低前期资本投入、与合作方实现资源互利互享。**2017年特来电以“两级合伙人”+“四种加盟模式”方式提出了“共建共享”的轻资产运营模式，即“城市合伙人”“共建合伙人”，通过“普通加盟、合作共建、合作公投、先投后共”等四种加盟模式不断扩张企业规模。合

作双方共同出资、缓解了公司前期的投资压力，同时公司的技术、产品、服务等优势能够帮助合作方降低独立运营的成本。截至 2023 年中，公司在全国范围内已成立独资/合资公司超过 200 家，合资方涉及政府平台、整车厂、电池企业等。

表 10：特来电“合伙人”合作方案

合作方案		方案一 特来电投资	方案二 共同投资	方案三 共同投资	方案四 合伙人投资	方案五 合伙人投资
场地	合伙人	√	√	√	√	
	特来电					√
配电	合伙人		√	√	√	√
	特来电	√				
工程	合伙人			√	√	√
	特来电	√	√			
设备	合伙人			√	√	√
	特来电	√	√	√		

资料来源：特来电官网，国信证券经济研究所整理

表 11：特来电运营合作伙伴情况

合伙人类别	合伙人
政府平台	温州城投、西安城投、国家电投、乐山交投、成都交投、鄂尔多斯城投、驻马店城投、安康城投、建州城投、宿迁城投、滨海国投、台州城投、南网产业投资集团、乐山高新投资发展集团、东莞能源集团等
公交企业	温州交运、扬州交通、青岛真情巴士、龙骧集团、临沂公交、绍兴公交、重庆公交、安顺公交、青岛公交、包头公交、厦门公交等
整车企业	比亚迪、宝马、保时捷、奥迪、奔驰、凯迪拉克、路特斯、蔚来、小鹏、理想等
电池企业	亿纬锂能、国轩高科、巨湾技研等

资料来源：各公司官网，特来电官网，国信证券经济研究所整理

## 充电设备销售：一体化布局增厚盈利能力

**公司充电设备销售稳健增长，盈利能力相对稳定。**公司依托模块整桩一体化制造能力，积极向客户销售多样化充电产品。目前公司已有小功率充电产品、单桩产品、群充产品等，服务场景涉及家庭自用、园区/小区、充电场站等。2023 年公司充电设备销售收入有望突破 20 亿元，同比增长超 30%；毛利率有望维持在 30%左右。

表 12：特锐德主要充电产品情况

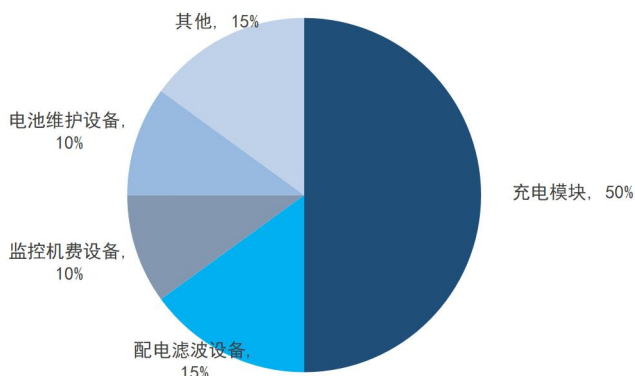
产品类型		产品介绍
小功率产品	特惠充	由 20kW 直流充电机+6 个直流终端组成，最大充电功率 20kW。可用于企事业园区、学校医院、住宅小区等长时驻留场景。
	征程 7kW 智能交流充电桩	产品广泛适用于小区、企事业单位、工业园区、商业地产、4S 店、C 端用户等充电领域。
单桩产品	一体式直流充电单桩	功率涵盖 40/80/120/160/240/320kW 等。适用于公交车、乘用车、重卡、物流车、特种车等车型配套充电。
海外产品	一体式欧标直流充电机	功率涵盖 80/120/160kW 等。
群充产品	高低压一体化群充电系统	将高压室、变压器室、低压群充电机一体化集成，无需单独规划配电室。
	分体式群充电系统	通过充电模块组成共享的功率池，实现充电功率的动态分配。
	液冷直流充电终端	充电功率最快可达 600kW，需与群充系列中的充电箱变/群控箱配合使用。
自动充电产品	智动柔性充电弓	面向公交/客车的自动充电产品。充电功率最大可达 1000kW。
	智动柔性充电机器人	特种车辆无人驾驶自动充电
	智动柔性充电机械手	充电功率最快可达 250kW，可以满足新能源乘用车和小型商用车的自动充电需求。

资料来源：特来电官网，国信证券经济研究所整理

公司具备模块与整桩一体化生产能力，能够有效降低生产成本。充电模块是充电桩的核心零部件，主要发挥交流电转变为直流电的作用，在整桩原材料成本中占比达到 50%左右。公司布局充电桩业务之初，便开始进行充电模块研发工作。目前公司已实现模块的自研自产、再结合整桩制造能力，一体化布局有助于降低成本以及保障模块和整桩的性能匹配。

展望后续，伴随充电桩基础设施建设提速以及充电桩下乡的持续推进，公司凭借品牌优势、产品性能优势、全方位产品供应能力以及平台的支持运维能力，有望与各类投资主体积极合作，持续带动充电设备销售业务持续增长。

图44：直流充电桩原料成本结构



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

### 展望：运营业务盈利能力有望稳中有升，增值服务有望贡献可观利润

电动车保有量提升助推充电量增加，公司充电桩利用率提升助推运营业务盈利能力改善。国内新能源车保有量持续增长带动充电需求增加。特锐德年充电量从 2018 年的 11.3 亿度提升至 2023 年的 93 亿度，年均复合增速为 52%。同时公司充电利用率也从 2021Q1 的 6.7% 提升至 2024 年初的 7.5% 左右。

图45：特锐德年充电量（亿度）



资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

图46：特锐德 2021 年以来各季度充电利用率情况

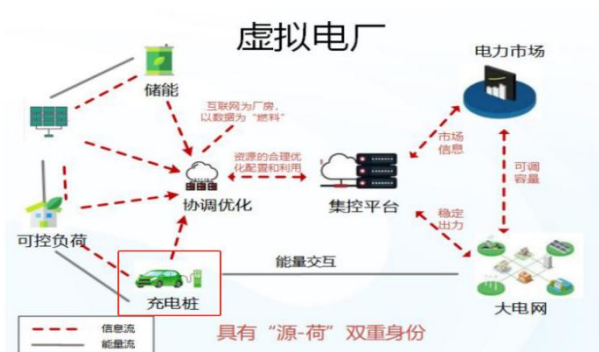


资料来源：中国充电联盟，国信证券经济研究所整理

公司增值服务业务规模持续扩大，有望贡献可观收益。公司在能源管理领域积累了丰富的经验，是第一批参与华北辅助调峰市场的三家企业之一，已完成与多个调控中心的对接互通，实现充电侧对电网侧精准响应。2023 年公司参与山东省、深圳市、上海市、四川省等多地区需求响应业务，调节容量达到 1100MW、

调节电量约 2500MWh。公司通过积极参与需求侧响应，可获得相应需求响应补贴、进而增益公司利润。

图 47: 虚拟电厂典型构成



资料来源：中国电科院，国信证券经济研究所整理

图 48: 虚拟电厂运营端收益模式

	自投分布式光伏	自投储能	自投充电站
基础业务 全投资IRR	自发自用 余量上网 5-9%	峰谷套利 5-9%	N.A.
虚拟电厂 响应收益	收益在原业务基础 上增加5-10%	收益在原业务基础 上增加5-20%	单次度电响应收 费2-5元/kWh

资料来源：分时电价政策数据来自河南发改委，国信证券经济研究所整理与测算

**积极探索多种商业模式及产品布局，优化用能成本。**公司还在积极探索参与电力市场化交易，以此优化整体购电成本。同时，公司 2023 年在 80 多座城市打造了 300 多座光储充放检维一体化充电站，通过交直流微网的柔性交互，实现用能成本的下降。

图 49: 光储充放检·新能源微网的创新价值



资料来源：特来电官网、国信证券经济研究所整理



**◆ 盈利预测**
**假设条件**
**1、电动汽车充电网业务**

**营业收入：**电动车保有量持续增长带动充电需求快速提升，公司充电量有望维持持续增长态势；同时充电基础设施加速建设，公司充电设备外售业务有望持续增长。由此我们假设 2023-2025 年公司电动汽车充电网业务营收为 65.9/91.2/124.4 亿元，同比+44%/+38%/+36%。

**毛利率：**公司充电利用率持续提升、服务费有望保持稳定，盈利能力有望稳中向好；公司具有模块到整桩一体化生产能力，充电设备外售业务盈利能力保持相对稳定。由此我们假设 2023-2025 年公司电动汽车充电网业务毛利率为 18.4%/18.7%/18.6%。

**2、智能制造+系统集成业务**

**营业收入：**电网建设投资持续增加，电力设备需求有望明显提升；公司电力设备产品销售有望实现稳健增长。由此我们假设 2023-2025 年智能制造与系统集成业务营收为 84.7/99.1/113.0 亿元，同比+20%/+17%/+14%。

**毛利率：**公司电力设备产品经营稳健、头部客户绑定深入，盈利能力有望维持稳定。由此我们假设 2023-2025 年公司智能制造+系统集成业务毛利率为 23.0%/23.0%/23.0%。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 150.7/190.3/237.4 亿元，同比+30%/+26%/+25%；毛利率分别为 21.0%/20.9%/20.7%。

表 13：特锐德业务拆分

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
电动汽车充电网业务	营业收入（亿元）	31.1	45.7	65.9	91.2	124.4
	YoY	52%	47%	44%	38%	36%
	营业成本（亿元）	24.2	37.0	53.8	74.1	101.3
	毛利率（%）	22.1%	19.1%	18.4%	18.7%	18.6%
智能制造+系统集成业务	营业收入（亿元）	63.4	70.6	84.7	99.1	113.0
	YoY	17%	11%	20%	17%	14%
	营业成本（亿元）	49.9	53.6	65.2	76.3	87.0
	毛利率（%）	21.2%	24.1%	23.0%	23.0%	23.0%
合计	营业收入（亿元）	94.4	116.3	150.7	190.3	237.4
	YoY	26%	23%	30%	26%	25%
	营业成本（亿元）	74.1	90.6	119.0	150.5	188.2
	毛利率（%）	21.5%	22.1%	21.0%	20.9%	20.7%

资料来源：特锐德公告，国信证券经济研究所整理与预测

费用率方面，我们假设公司 2023-2025 年销售费用率为 5.45%/5.25%/5.00%；管理费用率为 5.60%/5.40%/5.20%，研发费用率为 3.50%/3.30%/3.10%。

**表 14: 公司盈利预测假设条件**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	26.5%	23.2%	29.6%	26.3%	24.7%
营业成本/营业收入	78.5%	77.9%	79.0%	79.1%	79.3%
销售费用率	6.1%	5.7%	5.5%	5.3%	5.0%
管理费用率	6.5%	6.0%	5.6%	5.4%	5.2%
研发费用率	4.4%	3.8%	3.5%	3.3%	3.1%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	-8.5%	5.7%	8.0%	9.0%	10.0%
股利分配比率	11.1%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：特锐德公告，国信证券经济研究所整理与预测

## 未来三年业绩预测

**表 15: 公司未来三年业绩预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	94.4	116.3	150.7	190.3	237.4
营业成本（亿元）	74.1	90.6	119.0	150.5	188.2
销售费用（亿元）	5.7	6.6	8.2	10.0	11.9
管理费用（亿元）	6.1	7.0	8.4	10.3	12.3
研发费用（亿元）	4.1	4.4	5.3	6.3	7.4
财务费用（亿元）	2.4	2.4	2.5	2.5	2.8
营业利润（亿元）	1.8	2.7	5.1	7.8	11.1
利润总额（亿元）	1.6	2.6	5.1	7.8	11.1
归母净利润（亿元）	1.9	2.7	4.6	6.9	9.4
EPS（元）	0.18	0.26	0.44	0.65	0.89
ROE	2.9%	3.5%	6.2%	8.9%	11.3%

资料来源：特锐德公告，国信证券经济研究所整理与预测

根据上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.61/6.88/9.35 亿元，同比 +70%/+49%/+36%，EPS 分别为 0.44/0.65/0.89 元。

## ◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 21.5-23.0 元。

### 绝对估值：21.5-23.0 元

**表 16: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	1.03	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.68%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.31
公司股价（元）	19.75	Ke	10.38%
发行在外股数（百万）	1056	E/(D+E)	85.00%
股票市值(E, 百万元)	20854	D/(D+E)	15.00%
债务总额(D, 百万元)	6217	WACC	9.39%
Kd	4.50%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 21.5-23.0 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		22.20	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.2%	23.84	23.30	22.78	22.28	21.79
	2.1%	23.52	23.00	22.49	22.00	21.52
	<b>2.0%</b>	23.21	22.70	<b>22.20</b>	21.72	21.25
	1.9%	22.92	22.41	21.93	21.45	20.99
	1.8%	22.63	22.13	21.66	21.19	20.74

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：20.8-22.3 元

公司主营业务包括智能制造+系统集成业务与电动汽车充电网业务，故而我们采用分部估值方式对公司进行估值。

**智能制造+系统集成业务：**我们选取国内电力设备企业许继电气、明阳电气作为同行业可比公司。可比公司 2024 年平均估值为 18 倍。我们预计公司 2024 年智能制造+系统集成业务净利润约为 5.9 亿元，考虑到公司主营产品为配电相关设备、且客户主要集中在国内，由此给予 2024 年 PE 为 17 倍，得到智能制造+系统集成业务估值为 100 亿元。

表 18: 电力设备行业可比公司情况（2024.4.2）

股票代码	股票简称	投资 评级	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000400.SZ	许继电气	买入	250.98	24.63	0.95	1.24	1.64	25.93	19.86	15.02
301291.SZ	明阳电气	-	105.93	33.93	1.48	2.04	2.70	22.93	16.63	12.57
均值								24.43	18.25	13.79

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：明阳电气 EPS 为 Wind 一致预期数据

**电动汽车充电网业务：**我们选取美国充电运营行业企业 Chargepoint 为可比公司。可比公司 2023 年营收为 36 亿元，目前市值为 52 亿元，对应 PS 为 1.4 倍。考虑到特锐德为国内充电运营行业领军企业，经营规模大、技术实力强，且加速拓展海外市场，故而我们给予特锐德一定的溢价。我们预计公司 2024 年电动汽车充电网业务营收为 91.2 亿元，PS 为 1.7-1.9 倍，结合公司对特来电持股比例为 77.7%，得到电动汽车充电网业务估值为 120-135 亿元。

综上，我们根据分部估值法得出，公司市值合理相对估值区间为 220-235 亿元，对应股价为 20.8-22.3 元。

## 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理价值在21.5-23.0元之间,相对于公司目前股价有9%-16%溢价空间。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润4.61/6.88/9.35亿元,同比+70%/+49%/+36%,EPS分别为0.44/0.65/0.89元;对应2023-2025年PE分别为45/30/22倍,首次覆盖给予“增持”评级。

### ◆ 风险提示

#### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们采用分部估值的方法,主要关注公司2024年估值,选取可比公司2024年平均PE与平均PS作为参考。上述估值方法存在以下风险:选取的可比公司,各公司对应下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,行业整体估值水平偏高。

#### 盈利预测的风险

我们假设公司2023-2025年收入增长30%/26%/25%,可能存在对公司电力设备产品销量及价格预计偏乐观、充电量预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司2023-2025年毛利率分别为21.0%/20.9%/20.7%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利率高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

#### 经营风险、政策风险与其他风险

**电网投资不及预期:**电网投资节奏对于公司业绩存在显著影响,若电网投资节奏或金额低于预期,则公司业绩增速可能受到影响。

**新能源车销量不及预期:**若新能源车销量不及预期,将影响新能源车保有量及充电基础设施建设,进而影响公司充电利用率等,从而使公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

**行业竞争加剧的风险:**充电运营行业是充分市场竞争的行业,若行业有新玩家进入或行业竞争加剧,则会对服务费产生消极影响,进而使得公司出现利润不及预期的风险。

**政策变化风险:**公司产品主要应用于新能源车基础设施与电力设备行业。该行业一定程度上受到国家政策的影响,可能由于政策变化,使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3103	3025	3000	3000	3000	营业收入	9441	11630	15066	19033	23740
应收款项	5843	7232	7513	9178	11057	营业成本	7412	9056	11901	15046	18824
存货净额	1258	1404	2270	2972	3707	营业税金及附加	50	66	81	101	123
其他流动资产	1540	1244	1428	1805	2259	销售费用	573	665	821	999	1187
<b>流动资产合计</b>	<b>12930</b>	<b>14195</b>	<b>15394</b>	<b>18157</b>	<b>21524</b>	管理费用	609	696	844	1028	1234
固定资产	3390	3614	4328	5246	6408	研发费用	412	442	527	628	736
无形资产及其他	881	863	828	794	759	财务费用	244	238	246	248	277
其他长期资产	1559	1753	3013	3807	4748	投资收益	89	105	110	130	130
长期股权投资	1441	1579	1579	1579	1579	资产减值及公允价值变动	(213)	(492)	(450)	(550)	(600)
<b>资产总计</b>	<b>20200</b>	<b>22003</b>	<b>25142</b>	<b>29581</b>	<b>35017</b>	其他收入	375	686	650	770	820
短期借款及交易性金融负债	3464	3292	4783	5891	7208	营业利润	180	274	506	783	1108
应付款项	5686	6608	7266	9226	11579	营业外净收支	(16)	(10)	0	0	0
其他流动负债	1111	1371	1847	2334	2912	<b>利润总额</b>	<b>164</b>	<b>264</b>	<b>506</b>	<b>783</b>	<b>1108</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10748</b>	<b>11994</b>	<b>14650</b>	<b>18402</b>	<b>22886</b>	所得税费用	(14)	15	40	70	111
长期借款及应付债券	1311	1434	1434	1434	1434	少数股东损益	(10)	(23)	4	25	62
其他长期负债	1175	1335	1382	1402	1426	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>187</b>	<b>272</b>	<b>461</b>	<b>688</b>	<b>935</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2486</b>	<b>2769</b>	<b>2816</b>	<b>2836</b>	<b>2859</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>13233</b>	<b>14763</b>	<b>17466</b>	<b>21238</b>	<b>25745</b>	净利润	187	272	461	688	935
少数股东权益	951	945	949	974	1036	资产减值准备	(60)	(214)	(150)	(200)	(200)
股东权益	6016	6296	6728	7369	8236	折旧摊销	421	530	371	405	448
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20200</b>	<b>22003</b>	<b>25142</b>	<b>29581</b>	<b>35017</b>	公允价值变动损失	0	0	20	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	244	238	246	248	277
每股收益	0.18	0.26	0.44	0.65	0.89	营运资本变动	(390)	125	(79)	(118)	(200)
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.07	0.09	其它	139	502	317	363	433
每股净资产	6.60	6.86	7.27	7.90	8.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>297</b>	<b>1216</b>	<b>939</b>	<b>1137</b>	<b>1416</b>
ROIC	5%	7%	8%	9%	11%	资本开支	(951)	(754)	(1050)	(1288)	(1575)
ROE	3%	4%	6%	9%	11%	其它投资现金流	95	(44)	(1130)	(663)	(811)
毛利率	21%	22%	21%	21%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(856)</b>	<b>(798)</b>	<b>(2181)</b>	<b>(1951)</b>	<b>(2387)</b>
EBIT Margin	4%	6%	6%	6%	7%	权益性融资	1485	28	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	8%	9%	9%	负债净变化	230	(465)	1491	1108	1317
收入增长	26%	23%	30%	26%	25%	支付股利、利息	(52)	(21)	(29)	(46)	(69)
净利润增长率	-8%	45%	69%	49%	36%	其它融资现金流	(478)	(587)	1491	1108	1317
资产负债率	66%	67%	69%	72%	74%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1418</b>	<b>(696)</b>	<b>1216</b>	<b>814</b>	<b>971</b>
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	<b>现金净变动</b>	<b>859</b>	<b>(279)</b>	<b>(25)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	111.4	76.6	45.2	30.3	22.3	货币资金的期初余额	2263	3103	3025	3000	3000
P/B	3.0	2.9	2.7	2.5	2.2	货币资金的期末余额	3103	3025	3000	3000	3000
EV/EBITDA	42.3	28.8	30.4	25.7	22.4	企业自由现金流	(502)	566	61	119	145
						权益自由现金流	(537)	(123)	1326	1002	1212

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032