

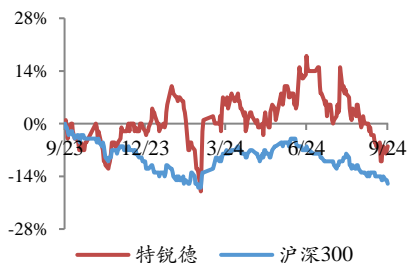
新能源业务稳步推进，电力+充电设备双轮驱动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-09-04

收盘价(元) 17.94
近12个月最高/最低(元) 22.84/15.10
总股本(百万股) 1,056
流通股本(百万股) 1,028
流通股比例(%) 97.37
总市值(亿元) 189
流通市值(亿元) 184

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzb@hazq.com

分析师：洪慧

执业证书号：S0010524050001

邮箱：honghui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 聚焦发电、电网、用户侧，24H1 盈利高增

公司主要从事电动汽车充电网和“智能制造+系统集成”两大业务，在国内充电运营行业处领先地位，在中高端箱变等产品细分领域处行业前列。受益下游新能源汽车快速发展，2024H1 实现营收 63.32 亿元，同比+13%；归母净利润 1.93 亿元，同比+105.26%，系公司聚焦发电侧、电网侧、用户侧持续发力，围绕着客户深耕价值创造。

● 充电桩市场广阔，充电运营否极泰来

随新能源汽车保有量与车桩比提升，预计 2026 年国内充电运营市场规模达 552.85 亿元。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。23 年公司充电设备销售收入超 23 亿元，2024 年上半年充电设备销售收入超 9 亿元。此外，特来电积极参与电网调控，开辟能源增值业务。

● 国内外需求旺盛，智能制造业务稳步发展

2024H1 公司智能制造+系统集成业务实现收入 36.73 亿元，同比增长 13.37%。公司深耕于箱变行业细分领域，客户资源优质。公司智能制造业务主要致力于 220kV 及以下变配电一二次产品的研发、设计、生产制造。发电侧，2024 年上半年，公司针对新能源发电客户的需求，创新研发了高电压数字化全预制舱式模块化变电站解决方案；在电网侧，2024 年，公司在国家电网和南方电网的多项招标中持续稳定中标，特别是在输变电集采和配电设备采购中取得规模化成果。

● 投资建议

我们预计 24/25/26 归母净利润分别为 6.8/9.8 /13.4 亿元，对应 PE 分别为 28/19/14 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

下游客户销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外业务盈利低于预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14602	18430	23171	27278
收入同比 (%)	25.6%	26.2%	25.7%	17.7%
归属母公司净利润	491	678	975	1344
净利润同比 (%)	80.4%	38.1%	43.7%	37.9%
毛利率 (%)	23.4%	22.5%	22.1%	22.3%
ROE (%)	7.3%	9.1%	11.3%	13.2%
每股收益 (元)	0.48	0.64	0.92	1.27
P/E	41.88	27.93	19.43	14.09
P/B	3.17	2.53	2.19	1.85
EV/EBITDA	15.41	13.28	10.87	8.61

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 箱变、充电双主业，24H1 业绩高增.....	4
1.1 箱变业务起家，充电运营开辟新增长.....	4
1.2 两大业务持续发力，驱动营收增长.....	6
2 充电桩：市场空间广阔，充电运营否极泰来.....	8
2.1 充电运营行业集中度较高，市场空间广阔.....	8
2.2 新基建独角兽，运营研发双驱动.....	11
2.2.1 快速布局确立规模优势，运营服务优质高效.....	11
2.2.2 研发技术行业领先，产品多元布局.....	13
2.2.3 打造虚拟电厂平台，参与电网调控实现能源增值.....	16
3 箱变设备：海内外需求旺盛，智能制造业务稳步发展.....	18
3.1 电网建设高景气，公司传统业务有望增长.....	18
3.2 海外需求旺盛，公司海外市场开拓有望推进.....	22
4 盈利预测.....	25
风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	27

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	4
图表 2 公司股权结构图.....	4
图表 3 2020-2024 年 H1 特来电净利润（亿元）.....	5
图表 4 公司现任领导履历.....	5
图表 5 公司业务主要产品.....	6
图表 6 2018-2024H1 营业收入（亿元）.....	7
图表 7 2018-2024H1 归母净利润（亿元）.....	7
图表 8 公司两大业务板块营业收入（亿元）.....	7
图表 9 公司两大业务板块毛利率（%）.....	7
图表 10 公司 2019-2024H1 研发费用情况.....	8
图表 11 公司 2019-2024H1 费用情况（%）.....	8
图表 12 充电桩产业链.....	8
图表 13 充电运营商业模式比较.....	9
图表 14 2020-2024H1 前五大运营商市场份额.....	9
图表 15 2022-2024 充电桩相关政策.....	10
图表 16 2019-2024H1 新能源汽车销量及渗透率情况.....	11
图表 17 充电桩运营市场测算.....	11
图表 18 特来电充电站分布.....	12

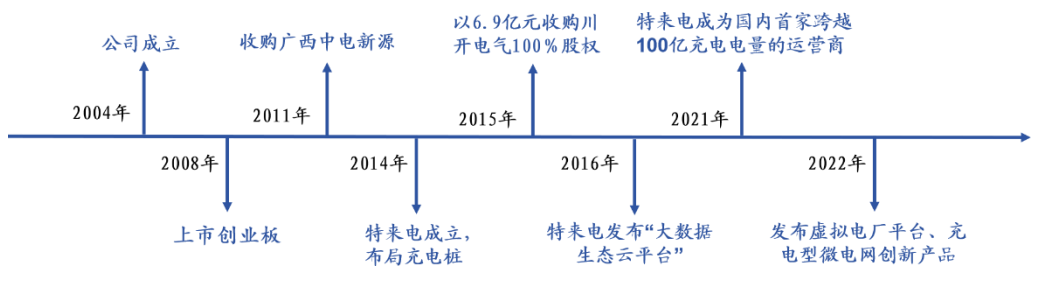
图表 19 截止 2024 年 6 月公共充电桩保有量份额 (%)	12
图表 20 特锐德充电云平台架构	13
图表 21 特来电运营合作伙伴情况	13
图表 22 特锐德充电网技术体系	14
图表 23 直流充电桩原料成本占比	14
图表 24 2024 年 1-7 月特来电、星星充电等运营商充电利用率情况	15
图表 25 特来电产品类型	16
图表 26 特锐德智能群充电产品	16
图表 27 微电网架构	17
图表 28 特来电微电网解决方案框架	18
图表 29 全社会用电量 (亿千瓦时)	19
图表 30 电网工程建设投资完成额 (亿元)	19
图表 31 新型电力系统与传统电力系统的对比	19
图表 32 电力系统在发电侧、电网侧、负荷侧提出更高要求	20
图表 33 公司智能制造领域产品	21
图表 34 公司在发电侧、电网侧、负荷侧持续发力	22
图表 35 欧盟风电、光伏累计装机容量 (兆瓦)	23
图表 36 美国发电结构变化情况	23
图表 37 美国新能源结构变化情况	23
图表 38 全球分地区用电需求 (TWh)	24
图表 39 亚太地区电力结构变化 (TWh)	24
图表 40 特锐德国际业务范围	25
图表 41 公司智能制造+系统集成业务收入 (亿元)	25
图表 42 2023 年智能制造+系统集成业务构成 (%)	25
图表 43 分业务预测公司业绩	26

1 箱变、充电双主业，24H1 业绩高增

1.1 箱变业务起家，充电运营开辟新增长

公司多年深耕箱变等电力设备业务，后成为国内充电运营行业领军者。公司成立于 2004 年，后于 2009 年上市创业板。公司早期业务为户外箱式电力研发与制造，目前已经成为中国最大的户外箱式电力产品系统集成商、中国最大的箱变研发生产企业。2014 年成立子公司特来电，在电力设备制造基础上开辟新能源汽车充电网业务，为客户提供充电网运营服务和充电系统解决方案。公司快速布局充电网形成规模优势，2024 年上半年在直流充电终端数量、充电站数量、充电量等方面均保持行业第一，充电网规模处于领先地位。

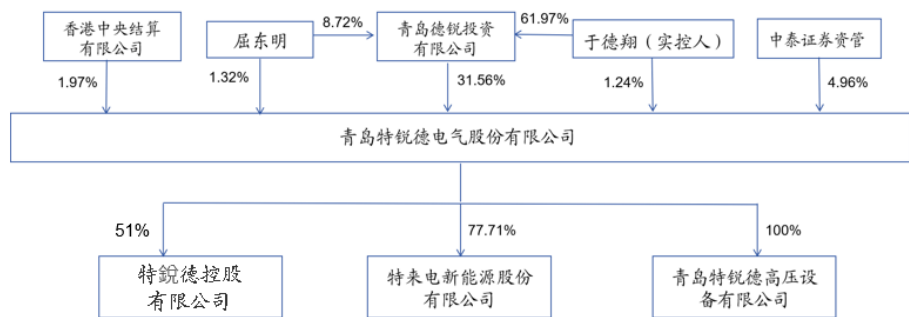
图表 1 公司发展历程



资料来源：Wind，华安证券研究所

股权结构相对稳定，实际控制人为于德翔。公司第一大股东为其母公司青岛德锐投资，持股比例 31.56%。公司创始人于德翔持有德锐投资 61.97% 的股份，直接持有公司 1.24% 的股份，为公司的实际控制人。公司共控股 5 家公司，其中持有旗下公司特来电 77.71% 股份。2023 年公司实行限制性股票激励计划，向 711 名核心骨干及中层管理人员授予 1518.70 万股限制性股票，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力。

图表 2 公司股权结构图

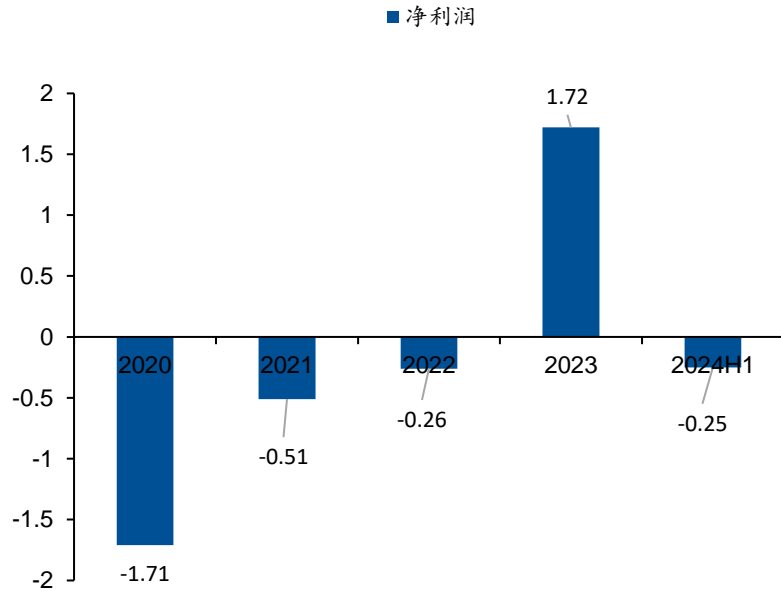


资料来源：Wind，华安证券研究所

控股子公司特来电专注于新能源汽车充电网业务，是国内领先的新能源汽车充电设备制造商和充电网运营商。公司持有特来电 77.71% 股份，主要通过特来电

进行充电网业务的运营。特来电主要从事充电设备的研发、生产、销售及充电网的建设与运营，2023 年业绩已实现扭亏为盈，正在筹备拆分上市事宜。24H1 特来电实现营业利润-0.1978 亿元，净利润-0.2527 亿元。

图表 3 2020-2024 年 H1 特来电净利润 (亿元)



资料来源：特锐德年报，华安证券研究所

核心团队技术实力雄厚，从业经验丰富。公司创始人于德翔一直从事电力设备相关行业，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。现主要任青岛德锐投资有限公司董事长、总经理，特来电新能源股份有限公司董事长，青岛特锐德设计院有限公司执行董事等。董事陈忠强先生曾任河北电力设备厂电气分厂副厂长，董事宋国峰先生曾任职于济南铁路局，从事技术、管理工作。公司核心团队具有丰富的电力设备领域相关的技术背景与从业经历。

图表 4 公司现任领导履历

姓名	职位	履历
于德翔	董事长	毕业于华北电力大学，博士学位，清华大学 EMBA，正高级工程师，中国上市公司协会副监事长、山东省人大代表、山东省工商业联合会副主席。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。现主要任青岛德锐投资有限公司董事长、总经理，特来电新能源股份有限公司董事长，青岛特锐德设计院有限公司执行董事，青岛德锐阳光新能源科技有限公司董事长、总经理，青岛特锐德高压设备有限公司执行董事，广西中电新源电气有限公司董事，公司第五届董事会董事长
陈忠强	董事	曾任河北电力设备厂电气分厂副厂长。现主要任青岛德锐投资有限公司董事，特来电新能源股份有限公司董事、高级副总经理，成都特来电新能源有限公司董事，西安特来电智能

		充电科技有限公司经理, 南京德睿能源研究院有限公司董事, 唐山供销特来电新能源有限公司董事长, 石家庄特来电新能源有限公司董事长, 张家口建发特来电新能源有限公司董事长, 公司第五届董事会董事。
宋国峰	董事	毕业于上海铁道学院, 硕士学位。曾任职于济南铁路局, 从事技术、管理工作。现主要任广西中电新源电气有限公司董事长, 山西晋能电力科技有限公司董事, 乐山一拉得电网自动化有限公司董事, 长春赫普电储能有限公司董事, 辽宁电能发展股份有限公司董事, 丹东赫普热力电储能有限公司董事, 山东奇威特太阳能科技有限公司董事, 调兵山赫普热力电储能有限公司董事, 公司第五届董事会副董事长、执行总裁。
李军	董事	毕业于北京大学光华管理学院, 双硕士学位, 高级工程师, 九三学社四川省直工委副主委, 九三学社四川省直工委开电气支社主委, 成都市名优联盟会长, 成都市科技青年联合会会员、成都市发展和改革委员会经济体制改革智库成员, 四川省政协委员、成都市人大代表、双流政协常委和双流区工商联副主席, 北大光华管理学院 MBA 校友导师, 成都大学研究生校外导师等。现任川开电气有限公司董事长, 公司第五届董事会董事、高级副总裁。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 两大业务持续发力, 驱动营收增长

公司业务主要有两大板块, 分别为“智能制造+集成服务”业务与电动汽车充电网业务。其中, “智能制造+集成服务”主要为高压箱式变电站设备与成套开关设备, 以及高压预制舱式模块化变电站产品; 电动汽车充电网业务主要包括充电设备的研发、生产、销售以及电动汽车充电网的建设与运营。公司生产的主要产品集中在箱式电力设备、新能源微网系统等方面, 中高端箱式电力设备产品已经取得了中国铁路市场占有率第一、电力市场第一的行业地位。

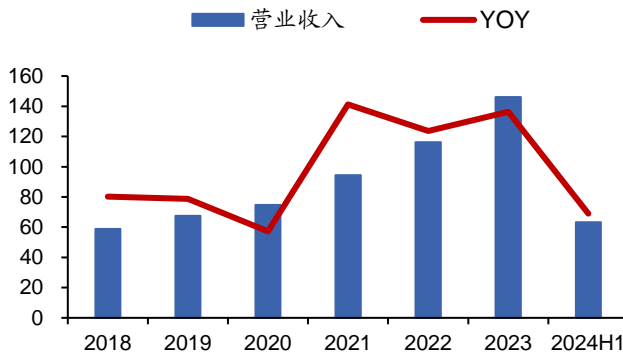
图表 5 公司业务主要产品



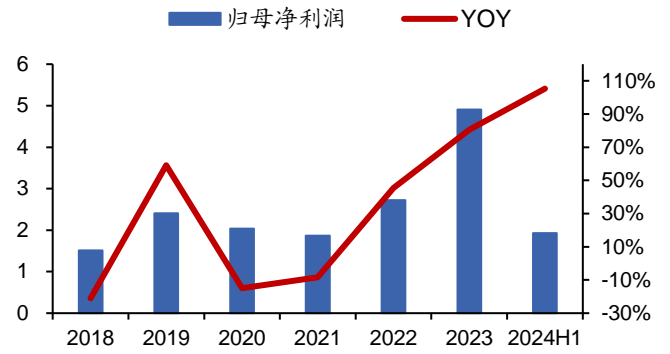
资料来源: 特锐德官网, 特来电官网, 华安证券研究所

公司营收稳步增长，净利端呈回升态势。受益于下游新能源汽车快速发展，公司经营持续向好。2020-2023年营收复合增速达25%，归母净利润复合增速达34%。2023年，公司实现营收146.02亿元，同比增长25.56%，归母净利润4.91亿元，同比增长80.44%。其中，Q4实现营收51.99亿元，同比+9.55%；实现归母净利润2.69亿元，同比+61.06%。24年H1实现营收63.32亿元，同比+12.93%；归母净利润1.93亿元，同比+105.26%。公司营收稳步提升，鉴于充电业务已实现扭亏为盈，且一季度表现良好，盈利仍具有增长空间，业绩有望继续提升。

图表 6 2018-2024H1 营业收入 (亿元)



图表 7 2018-2024H1 归母净利润 (亿元)

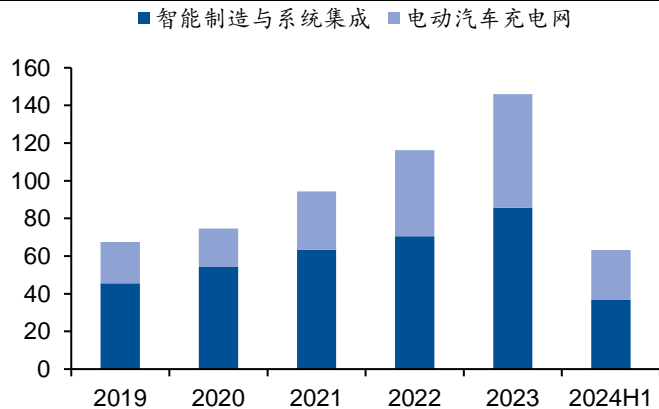


数据来源: Wind, 华安证券研究所

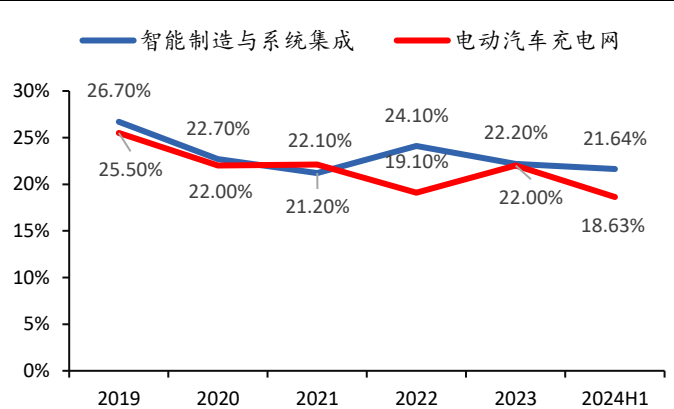
数据来源: Wind, 华安证券研究所

箱变业务稳定增长，充电业务高速增长。分板块看，随着新型电力系统建设推进，公司在发电侧、电网侧、用户侧持续发力，“智能制造+系统集成”业务业绩稳健增长，2023年实现营收85.61亿元，毛利率24.31%；2024年上半年实现营收36.73亿元，毛利率21.64%。电动汽车充电网业务快速发展，营收占比逐渐提高，2023年实现营收60.41亿元，毛利率22.02%；2024年上半年实现营收26.58亿元，毛利率18.63%，其中充电网业务实现营收26.85亿，较去年同期增长12.32%；归属上市公司股东净利润为-0.2亿元。较去年同期减少了0.33亿元。毛利率端，公司两大业务板块毛利率均在18-25%区间波动，2024年上半年“智能制造+系统集成”业务毛利率及电动汽车充电网业务毛利率均有下降。

图表 8 公司两大业务板块营业收入 (亿元)



图表 9 公司两大业务板块毛利率 (%)

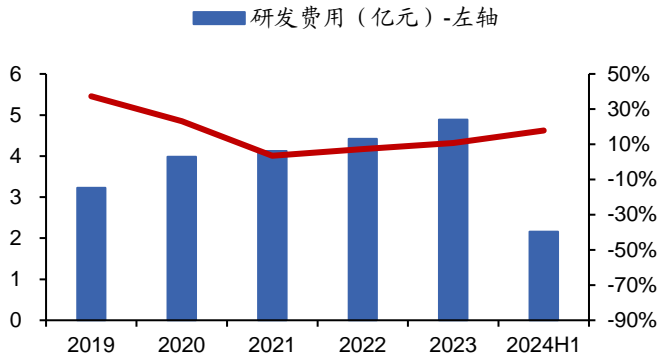


数据来源: Wind, 华安证券研究所

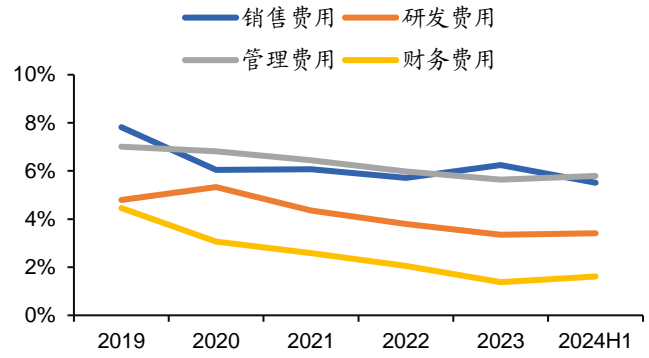
数据来源: Wind, 华安证券研究所

公司注重研发投入，期间费用管控良好。公司重视技术研发，研发费用逐年提升，2024上半年研发费用达2.16亿元，同比增长17.85%。公司费用管控持续优化，各费用率均有所降低，其中财务费用与管理费用下降较为明显。2020-2024年上半年，公司期间费用率由21.26%下降至16.32%，主要系公司控费能力提升以及营收增长摊薄费用。

图表 10 公司 2019-2024H1 研发费用情况



图表 11 公司 2019-2024H1 费用情况 (%)



数据来源: Wind, 华安证券研究所

数据来源: Wind, 华安证券研究所

2 充电桩: 市场空间广阔, 充电运营否极泰来

2.1 充电运营行业集中度较高, 市场空间广阔

充电运营处于产业链中下游环节，多企业采取生产运营一体化模式。充电桩产业链上游为充电桩设备元器件和零部件供应，主要包括充电模块、配电滤波设备、熔断器零部件，以及功率器件、磁性材料、电容等元器件。中游为充电桩整桩生产，整桩制造技术门槛较低，参与主体包括电气设备公司、第三方桩企、家电企业等。下游为充电服务运营及终端客户，可分为专业化运营企业、国有企业及整车企业三大类。为了更好地发挥协同效应，许多企业采取“生产+运营”一体化模式，如特来电、星星充电等。

图表 12 充电桩产业链



资料来源: 国际能源网, 华安证券研究所

充电运营商业模式多样，特来电属于传统运营商。充电运营商主要可以分为专业运营商、国有企业以及整车企业，其中专业运营商又分为以重资产模式运营的传统运营商和以轻资产模式运营的第三方运营商。传统运营商参与充电站投建与运维，主要通过收取充电服务费盈利，代表企业包括特来电、星星充电等。第三方运营商不参与充电桩建设，通过提供平台服务与解决方案与充电运营商分成服务费及相关增值服务费。国有企业的代表企业包括国家电网、南方电网等。整车企业的代表包括特斯拉、蔚来、大众等。

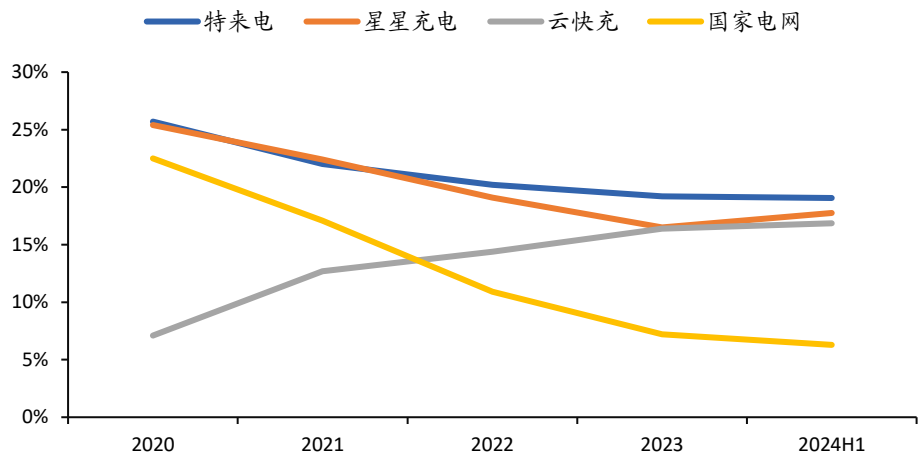
图表 13 充电运营商业模式比较

分类	业务模式	盈利来源	代表企业
专业运营商	传统运营商 重资产模式：完成充电桩及配套设备的建设、运营以及后期维护的全环节	充电服务费	特来电、星星充电等
	第三方运营商 轻资产模式：不参与充电桩建设，为消费者和充电桩运营商提供媒介平台与用户服务	与运营商分成充电服务费及相关增值服务费	云快充、小桔充电等
国有企业	具备雄厚的资金实力，以及政策与国有资源优势，主要建设于公共电动汽车充电桩建设项目	充电服务费	国家电网、南方电网等
整车企业	通过汽车产品销售所获取的客户渠道进行随车配私桩建设	充电服务费、私桩建设维护费	特斯拉、蔚来等

资料来源：中国充电联盟、华安证券研究所

充电运营市场集中度高，行业头部效应显著。根据中国充电联盟数据，截止 2024 年 6 月，全国充电运营充电桩数量前 15 家运营商所运营数量占总量的 87.8%，其余的运营商占总量的 12.2%，市场集中度较高。特来电、星星充电、云快充、国家电网处于行业领先地位，依靠资金优势、技术优势等优势持续保有较高的市场份额。2022 年 CR5 市场份额占 69.8%，2023 年 CR5 市场份额占 65.2%，2024 年上半年 CR5 市场份额占 65.4%，行业头部效应显著。

图表 14 2020-2024H1 前五大运营商市场份额



资料来源：中国充电联盟，华安证券研究所

国家政策密集推出，引领充电桩发展方向。自 2020 年《政府工作报告》将充电桩纳入新基建七大重点领域之一，充电桩建设进入加速放量期。随着充电基础设施的布局扩大，国家提出构建高质量充电基础设施体系，相继出台多项政策支持充电桩在多场景发展。在国家政策推动下，充电桩建设高景气，充电桩市场发展前景良好。

图表 15 2022-2024 充电桩相关政策

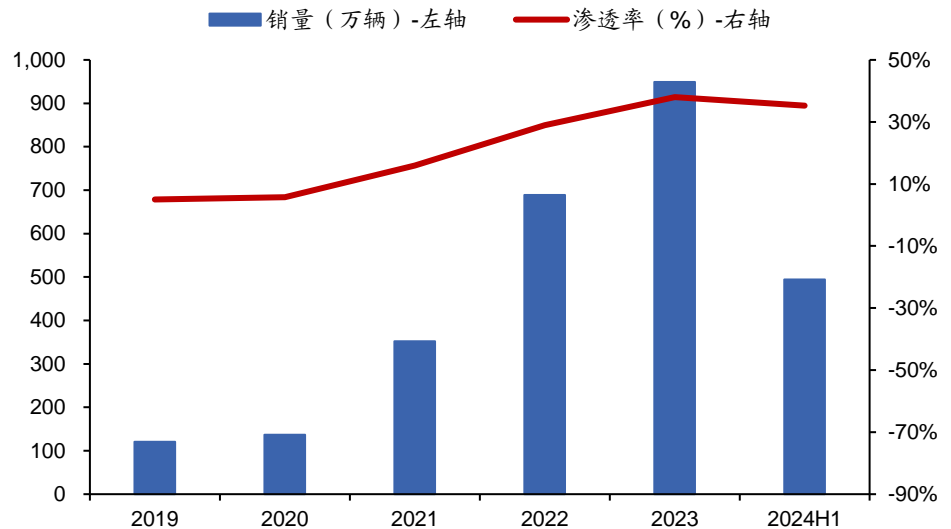
时间	名称	内容	发布主体
2024.03	《2024 年能源工作指导意见》	提出将加大县域充电基础设施建设支持力度，力争到 2025 年底，示范县乡因地制宜建成布局合理、快慢结合、适度超前的充电网络体系，推动实现充电站“县县全覆盖”、充电桩“乡乡全覆盖”的基本要求。	国家能源局
2024.01	《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》	提出要大力培育车网融合互动新型产业生态，有力支撑高质量充电基础设施体系构建和新能源汽车产业高质量发展。大力推广智能有序充电设施，原则上新建充电桩统一采用智能有序充电桩，按需推动既有充电桩的智能化改造。	国家发展改革委等四部门
2023.08	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	鼓励各地科学预测新能源汽车充电需求，做好城市及周边县乡村公共充电网络布局规划，推动充电设施布局建设、配套电网扩容改造有序开展。鼓励大功率充电、智能有序充电、“光储充放”一体站等新技术推广应用，提升充电服务保障能力。	工业和信息化部等七部门
2023.07	《关于恢复和扩大消费的措施》	科学布局、适度超前建设充电基础设施体系，加快换电模式推广应用，有效满足居民出行充换电需求。推动居住区内公共充电基础设施优化布局并执行居民电价，研究对充电基础设施用电执行峰谷分时电价政策，推动降低新能源汽车用电成本。	国家发展改革委
2023.05	《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	加强公共充电基础设施布局建设，加快实现适宜使用新能源汽车的地区充电站“县县全覆盖”、充电桩“乡乡全覆盖”。聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施，创新充电基础设施建设、运营、维护模式，确保“有人建、有人管、能持续”。	国家发改委、国家能源局
2023.04	《2023 年能源工作指导意见》	推动充电基础设施建设，上线运行国家充电基础设施监测服务平台，提高充电设施服务保障能力	能源局
2022.01	《“十四五”现代能源体系规划》	优化充电基础设施布局，全面推动车桩协同发展，推进电动汽车与智能电网间的能量和信息双向互动，开展光、储、充、换相结合的新型充换电场所试点示范。	国家发改委、国家能源局

资料来源：工信部、商务部、国家能源局等，华安证券研究所

新能源汽车销量及渗透率快速增长，充电需求持续扩大。根据公安部数据，截至 2024 年上半年国内新能源车保有量为 2472 万辆，占汽车总量的 7.18%；其中纯电动车保有量为 1813.4 万辆，占新能源汽车总保有量的 73.35%。根据中汽协数据，2024 年上半年国内新能源汽车销量 494.4 万辆，同比增长 32%，国内新能

源车渗透率为 35.2%。作为新能源汽车行业的配套产业，充电桩行业将直接受益于新能源汽车行业的发展。随着新能源汽车渗透率提升，充电需求将进一步扩大，推动充电运营行业发展。此外，快充需求将促进相关硬件及解决方案的不断进步，如功率器件的优化应用和液冷技术的发展，从而提高充电桩质量，带动新能源汽车的渗透率进一步提升，再次反向驱动充电桩行业放量。

图表 16 2019-2024H1 新能源汽车销量及渗透率情况



资料来源：中国汽车工业协会，华安证券研究所

随新能源汽车保有量与车桩比提升，预计 2026 年国内充电运营市场规模达 552.85 亿元。我们使用新能源汽车与充电运营行业相关统计数据，对充电运营市场规模空间进行测算，核心假设如下：1) 新能源汽车每年的存量报废率为 5%；2) 平均单车年充电量增长率为 6%；3) 行业平均服务费为 0.5 元。通过测算，我们预计 24/25/26 年充电运营市场规模达 283/407/553 亿元。

图表 17 充电桩运营市场测算

	2023	2024E	2025E	2026E
新能源汽车销量 (万辆)	949.5	1150	1300	1430
新能源汽车保有量 (万辆)	2041	3031	4115	5268
年均单车充电量 (度)	1762.4	1868.1	1980.2	2099.0
YOY		6%	6%	6%
行业总充电量 (亿度)	359.7	566.3	814.8	1105.7
服务费	0.5	0.5	0.5	0.5
服务费市场规模 (亿元)	179.85	283.16	407.42	552.85

资料来源：中国汽车工业协会，华安证券研究所

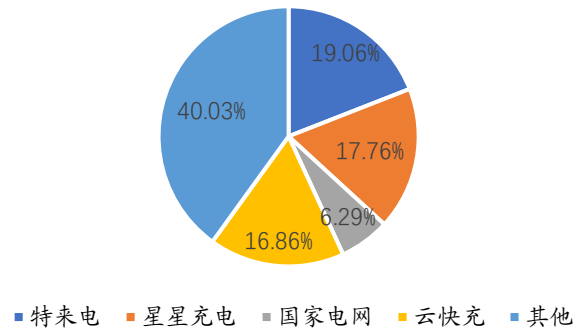
2.2 新基建独角兽，运营研发双驱动

2.2.1 快速布局确立规模优势，运营服务优质高效

公司充电运营网络覆盖范围广，充电网规模处行业领先地位。公司根据不同充电场景和特征，均衡发展“五张充电网”，产品覆盖 360 个城市，重点部署长三角以及珠三角等电车渗透率较高的地区。截至 2024 年上半年，公司运营公共充电终端 59.5 万个，继续保持行业第一，其中直流充电终端 35.6 万台，市场份额约为 26%，排名全国第一。此外，公司在直流充电终端数量、充电站数量、充电量等方面也均保持行业第一，继续保持充电网规模的领先地位。2024 年上半年充电量达 58 亿度，市场份额约为 24%，排名全国第一。公司具备规模优势，场地资源优质。

图表 18 特来电充电站分布

图表 19 截止 2024 年 6 月公共充电桩保有量份额 (%)



数据来源：特来电官网，华安证券研究所

数据来源：EVCIPA，华安证券研究所

具备充电网数据资源优势，有望丰富充电运营盈利模式。运营商充电网的数据资源是基于用户、车的海量用户行为大数据、工业大数据和能源大数据，先入局玩家存在数量上的壁垒优势。可丰富的盈利模式包括：1) 广告：利用充电场站的人流量，可以在充电桩上安装液晶显示屏，让充电桩成为广告新载体。2) 一站式服务：在充电场站周边提供无人售货机、车辆保养等配套设施一站式服务，开拓新的消费场景和盈利机会。3) 平台流量变现：通过平台客户信息，分析其出行距离、充电习惯等，推送定制化广告。

注重 SAAS 平台开发，提高运营质量与效率。公司积极探索 SAAS 平台的开发，自主研发了充电云平台，面向客户提供定制化服务。特来电云平台是基于物联网、云计算、移动互联网和大数据技术打造的充电网、车联网、互联网“三网融合”的生态云平台，针对不同的客户的需求，特来电云平台提供了不同的服务价值。

1)面向政府：提供城市或区域的整体充电解决方案，并在安全监管方面提供技术支持；2)面向公交、出租、物流：提供智能化的充电服务，有效降低充电成本；3)面向第三方充电运营商：通过开放平台提供运营数据的共享；4)面向公众：提供手机 APP、网站和微信公众服务号三个访问入口，让新能源车主通过平台可以随时随地得到方便快捷、全方位的服务。

图表 20 特锐德充电云平台架构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司充电数据业务的拓展有望提供服务增值，预计充电服务费将在 0.1 元内小幅提升。特来电基于海量的充电数据积累，研发了针对充电过程的两层安全防护技术，目前已逐步拓展与保险和车后服务企业合作，打造针对 C 端用户的充电保障服务，包括电池检测、充电过程的安全监控等。此外，SAAS 平台的运营为客户提供定制化服务，已实现部分服务增值。充电数据相关业务的拓展预计将为充电服务费的小幅提升提供支持。

提出新型“合伙人”运营模式，缓解前期投资压力。特来电提出“合伙人”轻资产运营模式，即“城市合伙人”和“共建合伙人”两类合伙人，通过“普通加盟、合作共建、合作公投、先投后共”四种加盟模式来不断扩张企业规模。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 2024 年 4 月，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、电池企业等多方背景，助力拓展客户资源与场地资源。

图表 21 特来电运营合作伙伴情况

合伙人类别	合伙人
政府平台	国家电投、成都交投、温州城投、西安城投、滨海国投、台州城投、南网产业投资集团等
公交企业	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、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：公司公告，华安证券研究所

2.2.2 研发技术行业领先，产品多元布局

引领充电网行业技术，核心模块自研具成本优势。公司在充电网技术领域建立了强大的创新研发能力，拥有超过 1400 项知识产权，承担或参与了多项国家级重大科研项目，已经成为充电行业标准的引领者和制定者。公司创新性地搭建了四层网络架构的充电网技术体系，从变电、配电到充放电实现统一调度，在提高充电安全的同时，实现充电设备、汽车、用户、能源的高效协同。同时，公司充电网的核心设备如充电模块、功率分配模块、调度控制单元的软硬件系统等均为自主设计研发，可持续升级迭代，并确保软硬件之间的匹配性与兼容性，面向不断提升的大功率充电需求具有突出的成本和性能优势。

图表 22 特锐德充电网技术体系

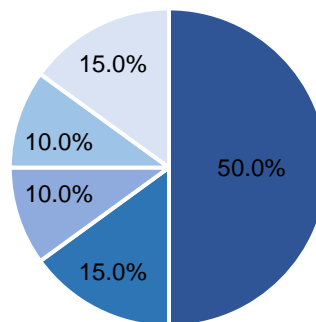


资料来源：公司官网，华安证券研究所

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，同时结合整桩制造能力，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。

图表 23 直流充电桩原料成本占比

■ 充电模块 ■ 配电滤波设备 ■ 监控计费设备 ■ 电池维护设备 ■ 其他



资料来源：斯比特招股说明书，华安证券研究所

公司充电利用率处行业中上水平，提高运营盈利性。功率利用率衡量实际充电量水平，是影响充电运营效率和经济性的关键因素之一。以月度为例，理论充电量=充电总功率*24小时*30天，则实际充电量=功率利用率*理论充电量。据中国充电联盟数据，我们对行业内多家运营商 2024 年 1-7 月公共充电桩利用率进行测算，其中特来电充电利用率为 8.97%，小桔充电利用率达 12.85%，特来电处于行业中上游水平。

图表 24 2024 年 1-7 月特来电、星星充电等运营商充电利用率情况

	特来电	星星充电	南方电网	云快充	小桔充电
公共桩保有量(万台)	60.8	56.37	9.04	53.77	16.79
充电总功率(万 kW)	2153	1406	384	2018	1222
1-7 月充电电量(万度)	694884	531666	103607	335936	565357
月平均单桩充电功率 (kW/台)	35.41	24.94	42.48	37.53	72.78
月均单桩充电电量 (kWh/台)	2285.80	1886.34	2292.19	1249.53	6734.45
月平均充电时长(h)	64.55	75.63	53.96	33.29	92.53
充电利用率(%)	8.97%	10.50%	7.49%	4.62%	12.85%

资料来源：中国充电联盟，华安证券研究所

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。公司设备销售面向客户类型多元，包括公交公司、政府、企业用户等。根据公司数据测算 23 年公司充电设备销售收入超 23 亿元，2024 年上半年充电设备销售收入超 9 亿元,较去年同期实现增长。

产品种类多元，满足多样化的充电需求。公司针对公交、公共、物流、园区、小区等不同充电场景与服务对象，建立了覆盖全国的“五张充电网”，研发制造了多种类型的充电产品，以满足多样化的充电需求。例如满足公交车大功率自动充电的公交车智动柔性充电弓产品（最高可支撑 1200kW 充电功率）、满足公共领域快速充电的液冷超充产品（最高可支撑 600kW 充电功率）等。

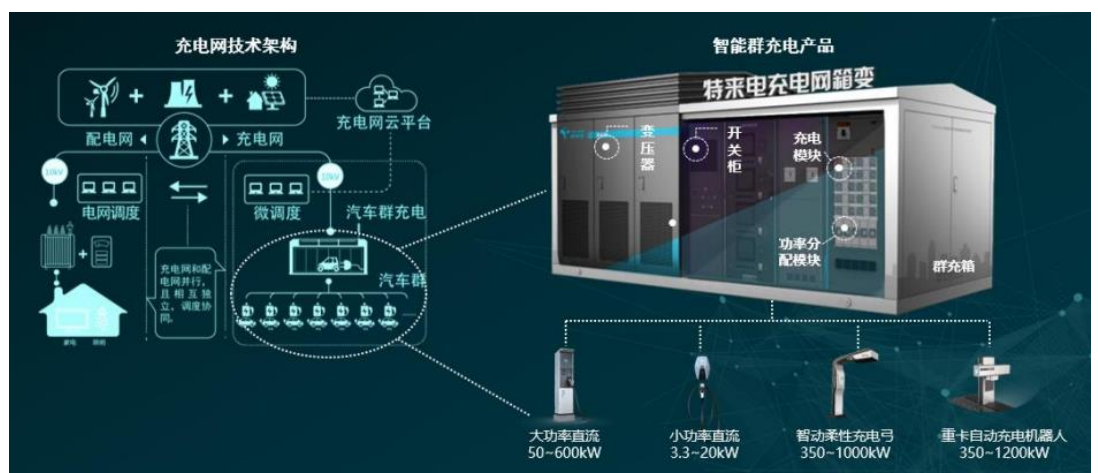
图表 25 特来电产品类型



资料来源：特来电官网，华安证券研究所

公司首创智能群充电产品技术体系，实现功率共享、智能运维、主动防护、电网互动等功能。公司智能群充电产品主要由群充箱、充电模块、功率分配模块以及各类型充电终端等部分组合而成。区别于充电单桩间相互独立的模式，智能群充电产品采用“变、配、光、储、充、放、检”的集成设计和“云、边、端协同”的系统架构，充分平衡了车辆充电需求和电网安全需求。特来电新推出的群充 4.0 产品采用“功率级联”与“功率池可模块化拓展”两大新兴技术，模块利用率提升 30%，实现场站的功率扩容，可以无缝匹配多种新能源车型和上一代群充 3.0 产品，适配超充、V2G、光伏技术等行业未来迭代方向，智能群充电设备通过功率共享，助力模块利用率的提升，充电效率优于行业 2%，极大节省电费成本。

图表 26 特锐德智能群充电产品



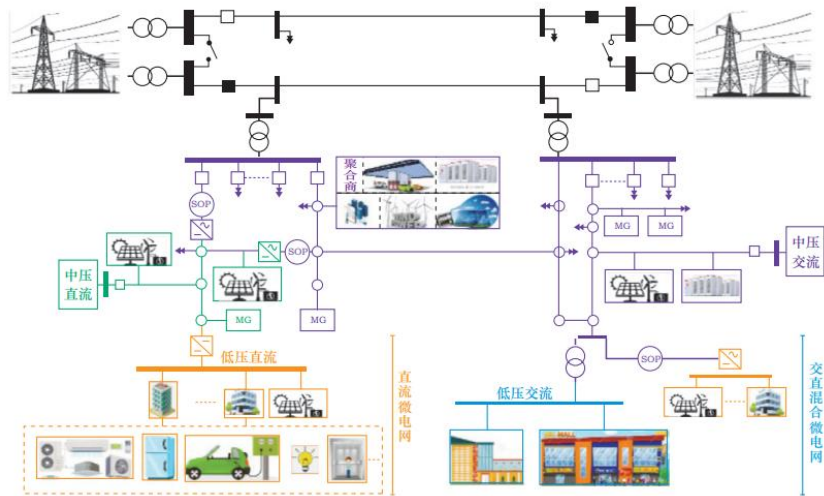
资料来源：特锐德公司年报，华安证券研究所

2.2.3 打造虚拟电厂平台，参与电网调控实现能源增值

充电场站可以集光储充放于一体，适用于微电网应用。电动汽车为零散的分布

式电源，其充电时间不可预测，对电网的扰动较大。而微电网的本质是分布式电力系统，推动实现局部区域新能源发电的就地消纳、就地存储、就地平衡，缓解对大电网的冲击，形成对大电网的有力支撑。将微电网应用于充电场景，形成小型交直流发电用电系统，可以实现局部区域的电力电量自平衡，提升电网可靠性。“光储充放”是指由光伏发电、储能电池、充电桩充放电装置等部分组成一个局域的绿色微电网。小型发电系统中产生的多余电量，可以通过储能装置存储起来供日后使用，还可以在电网需要时将电力返回给电网。此外，电动汽车可以作为移动的储能资源，让充电站形成微电网，推动车网双向互动。

图表 27 微电网架构



资料来源：国家能源局《新型电力系统发展蓝皮书》、华安证券研究所

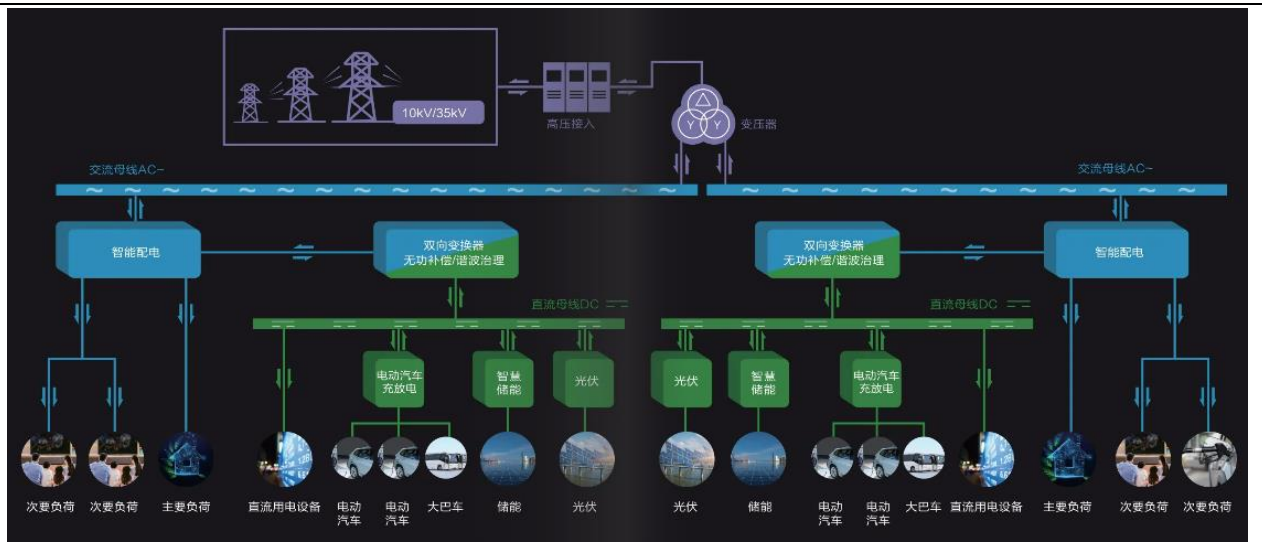
充电运营商属于负荷聚合商，参与电网调控可获取大额补贴收益。在用电高峰期，虚拟电厂会下达指令，负荷聚合商响应调度，下调充电桩的充电功率，实现错峰充电，并获取相应收益。广州市工信局发布的《广州市虚拟电厂实施细则》规定，依据“有效响应电量×补贴标准×响应系数”来计算需求响应电价补贴费用，削峰补贴标准为 0~5 元/千瓦时，填谷补贴标准为 0~2 元/千瓦时。电力响应度电补贴额远高于充电服务费，充电运营商参与构建虚拟电厂可获取大量收益。此外，响应能力（即可参与调度的容量）也是负荷聚合商参与响应的考核条件之一，所以具备规模优势、先发优势的运营商优势较大。

特来电积极参与电网调控，开辟能源增值业务。2022 年 10 月，特来电正式发布以“充电网+微电网+储能网”为载体的虚拟电厂平台，辅助电网高效调峰。截至 2024 年 6 月底，公司已实现与 28 个网、省、地级电力调控中心、虚拟电厂管理中心或负荷管理中心的在线信息交互，具备虚拟电厂条件的可调度资源容量超过 470 万 kW。截至 2024 年 6 月底，公司通过投建、销售等模式累计布局的新能源微电网项目接近 600 个，覆盖城市超过 140 个。公司不断加强优化充电侧精准响应电网侧需求，实现能源增值业务，开辟盈利新增长点。

能源调控大模型颠覆传统，精准预测和智能优化引领能源调控新潮流。特来电的能源调控大模型，通过集成先进的数据处理技术，取代了传统的机器学习算法，

实现了对充电需求的更精准预测和能源分配的智能优化。这种基于大模型的方法，使得在处理复杂多变的充电场景时，展现出更高的适应性和灵活性。特来电推出的“充电网+微电网虚拟电厂能源调控大模型”整合了充电网、微电网和储能资源，实现了对能源的高效管理和优化配置。这一模型不仅能够预测和响应电网的实时需求，还能通过智能调度系统，实现对充电桩功率的动态调整，以支持电网的峰谷负荷平衡。

图表 28 特来电微电网解决方案框架



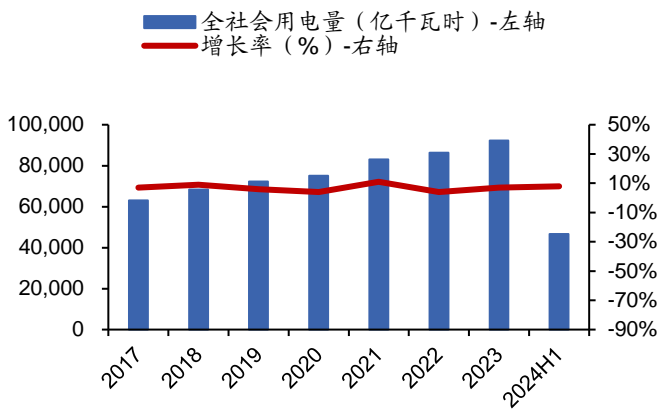
资料来源：特来电公众号，华安证券研究所

3 箱变设备：海内外需求旺盛，智能制造业务稳步发展

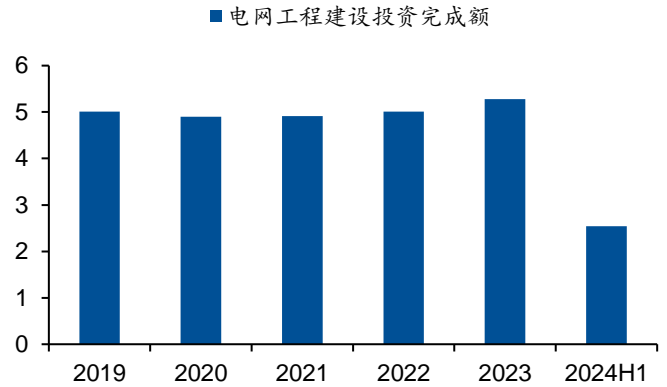
3.1 电网建设高景气，公司传统业务有望增长

全国用电量持续增长，驱动电网投资增长。根据国家能源局数据，2024 年上半年全社会用电量 46575 亿千瓦时，同比增长 8.1%。在建设投入上，主要发电企业电源工程完成投资 3441 亿元，同比增长 2.5%。电网工程完成投资 2540 亿元，同比增长 23.7%。为促进能源绿色低碳转型，国家将继续加大数智化坚强电网的建设，持续推进新型电力系统建设。据国家电网公司预计，2024 年电网建设投资总规模将超 5000 亿元。电网投资稳步增长，有望推动电力设备需求释放。

图表 29 全社会用电量 (亿千瓦时)



图表 30 电网工程建设投资完成额 (亿元)



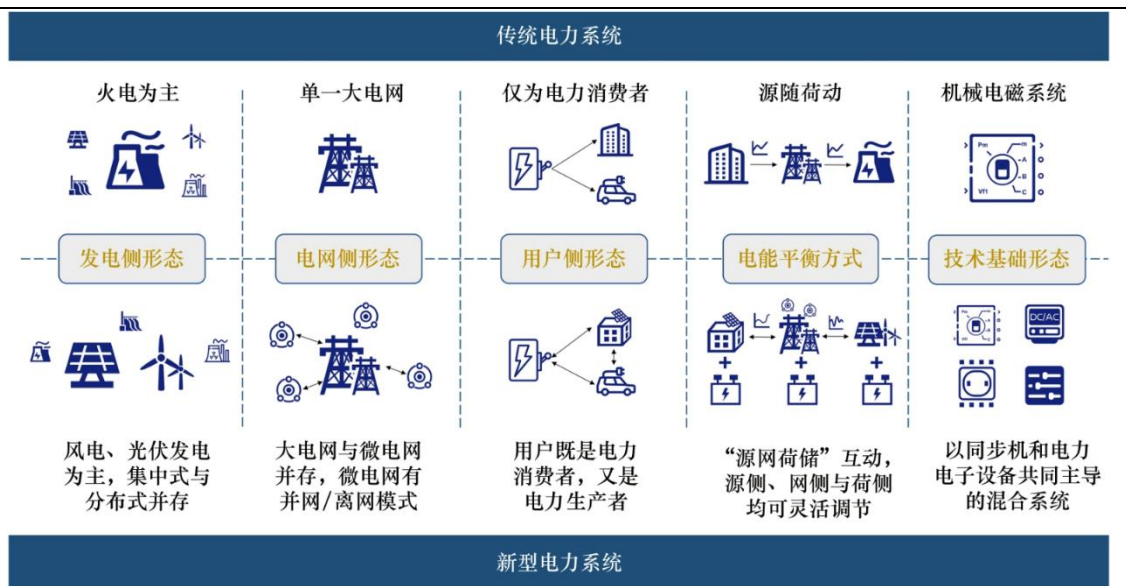
数据来源: 国家能源局, 华安证券研究所

数据来源: 中国电力企业联合会(CEC), 华安证券研究所

在以新能源为主体的新型电力系统下, 电网投资发生结构性变化。相比于传统电力系统, 新型电力系统有以下几点重要变化: 1) 发电侧, 从高碳电力系统变为低碳电力系统、从连续可控电源变为随机波动电源。2) 电网侧, 从刚性电网变为灵活韧性电网、电网数字化水平从低到高。3) 用户侧, 从静态负荷资源转变为动态可调负荷资源、从单向电能供给变为双向电能互济。

要推动解决新能源发电随机性、波动性、季节不均衡性带来的系统平衡问题, 需要从“源随荷动”转变到双向互动, 系统形态逐步由“源网荷”三要素向“源网荷储”四要素转变, 这意味着储能将成为新型电力系统的第四大基本要素。《新型电力系统发展蓝皮书》提出, 未来以分布式智能电网为方向的新型配电系统形态逐步成熟, 就地就近消纳新能源, 形成“分布式”与“大电网”兼容并存的电网格局。同时, 《蓝皮书》针对“分布式智能电网”作出解释: 基于分布式新能源的接入方式和消纳特性, 以实现分布式新能源规模化开发和就地消纳为目标的智能电网, 主要领域在配电网。因此, 电网投资方向将集中在超高压及特高压电网建设、配电网建设、各类新型储能等方面。

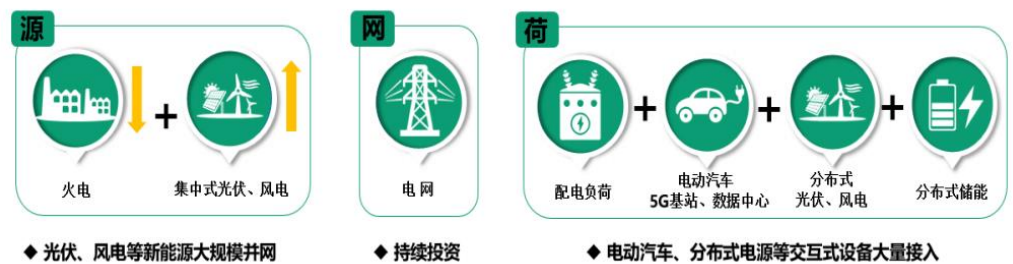
图表 31 新型电力系统与传统电力系统的对比



资料来源：中国工程院院刊，华安证券研究所

电力系统转型升级驱动，电力设备需求加速释放。受益于配网改造、铁路建设、城市轨道交通以及新能源等领域的规划发展，我国电力设备行业市场有望保持长期稳定增长的趋势。在发电侧，以光伏和风电为代表的新能源发电快速建设，对电网扩容提出更高要求；在电网侧，随着大量分布式、碎片化新能源接入电网，数据中心、芯片制造、5G 等新型高耗能场景逐步增多，各电压等级变电站需要更快的建设速度，以适应负荷的激增；在负荷侧，以新材料、锂电池、芯片制造等为代表的战略新兴产业快速发展，直接面向终端用户的配电网汇聚了大量的新型负荷、新增负荷、分布式电源、储能等交互式用能设施，是构建以新能源为主体的新型电力系统的重要组成部分。

图表 32 电力系统在发电侧、电网侧、负荷侧提出更高要求



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司深耕于箱变行业细分领域，客户资源优质。公司智能制造业务主要致力于 220kV 及以下变配电一二次产品的研发、设计、生产制造，主要包括 10~35kV 箱式变电站设备和成套开关设备两大类。随着新型电力系统建设的推进，公司凭借在技术、产品、服务等方面的领先优势，获得市场与客户的高度认可。目前，公司中高端箱式电力设备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。公司发电侧与电网侧客户资源持续拓展，新能源发电领域与储能领域中标额大幅增长，产品广泛落地各省电网公司；用户侧交通、石油化工等各行业多点开花。

图表 33 公司智能制造领域产品

产品大类	产品子类	图示	主要应用领域
箱式变电站设备	新能源箱变		光伏、风电、储能等新能源领域
	铁路运动箱变		铁路、城际轨道、地铁等交通领域
	智能欧式箱变		10-35kV 的电网和终端用户
	变压器		新能源（光伏、风电、储能）、电网、交通、石油化工、煤炭、数据中心等领域的电力系统
成套开关设备	充气柜		电网、交通、新能源（光伏、风电、储能）、石油化工、煤炭、工矿企业等领域的电力系统
	空气柜		电网、交通、新能源（光伏、风电、储能）、石油化工、煤炭、数据中心、通信、工核电、基础建设等领域的电力系统
	环网柜		电网、交通、公用设施、工矿企业、高层建筑等领域的电力系统
	高压组合电器 (GIS)		电网、交通、新能源（光伏、风电、储能）、石油化工、煤炭等领域的电力系统

资料来源：公司公告，华安证券研究所

技术水平行业领先，产品性能高。作为中国电力产品技术标准的制定者和参与者，公司高度专注于智能箱变产品的集成设计与研发生产，拥有世界首创的 220kV 及以下模块化智能预制舱式变电站的完整技术体系和知识产权，自主研发的城市轨道交通智能箱式变电站和一体化光伏箱变等产品也开辟了行业创新的先河。凭借领先的创新能力和技术基础及强大的综合实力，公司拥有丰富的户外产品设计和生产经验，真正实现了能够同时设计生产高寒（-45℃）、高热（45℃）、高海拔（5000m）箱变产品的企业，与同类产品相比在质量、安全性、经济性、灵活性以及后续运维的便捷性方面具有显著优势。

在发电侧，2024 年上半年，公司针对新能源发电客户的需求，创新研发了高电压数字化全预制舱式模块化变电站解决方案，提高了发电站建设效率，并确保了其全生命周期的可靠性和经济性。公司在新能源发电领域取得了显著的中标成果，其中在大唐集团的项目中，预制舱变电站中标量排名第一，新能源箱变排名第二；与华能集团的合作中，公司首次在 GIS 高压开关产品中标，进一步巩固了客户对公司产品和技术的信任。

在电网侧，2024 年，公司在国家电网和南方电网的多项招标中持续稳定中标，特别是在输变电集采和配电设备采购中取得规模化成果。公司紧跟国家农村电网巩固提升和设备更新改造的政策，聚焦电网供电保障和老旧电力设施改造等需求，提供整体解决方案。公司研发的预制舱式模块化变电站和智慧配电房在多个省份得到

广泛应用，为客户持续创造价值。特别是在国网陕西的招标中，公司中标 13 套 35kV 移动变电站，并为深圳城中村改造提供了数十台智慧配电房。

在用户侧，公司在各行业取得了广泛进展。交通行业继续深耕铁路市场，中标包银铁路等重大项目，并加大城市轨道交通的市场开发。石油煤炭化工行业，公司为多个国家级项目提供电力系统解决方案，如西气东输和永润煤矿等。新材料和锂电池领域，公司凭借高效的高压变电站系统方案赢得了比亚迪等客户的认可。在海外市场，公司研发并认证了多种国际产品，订单大幅增长，成功中标津巴布韦和印尼等大型项目，产品已覆盖全球 50 多个国家。

图表 34 公司在发电侧、电网侧、负荷侧持续发力



资料来源：公司公告，华安证券研究所

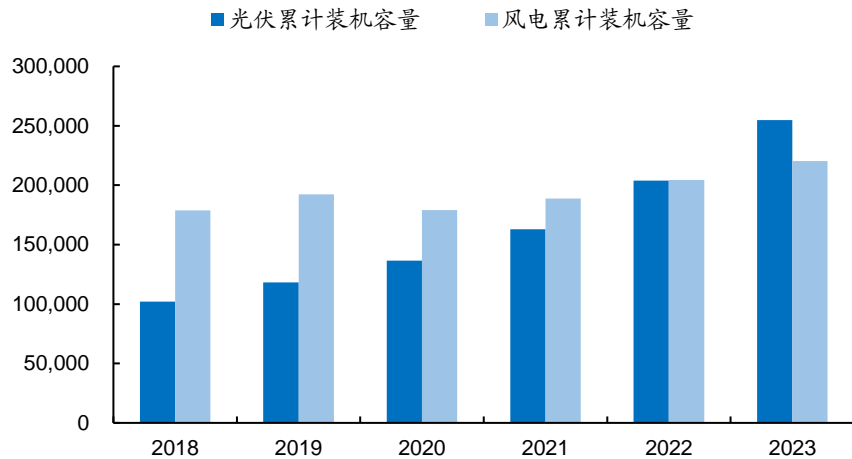
3.2 海外需求旺盛，公司海外市场开拓有望推进

全球能源转型大背景下，海外电力设备的需求日益增长，为国内电力设备企业带来出海契机。欧美国家电力设备老旧，更新需求大，新能源发展有望推动电力建设新高峰；亚太地区国家新能源发展处于起步期，电网建设需要相应扩容，拉动配套电力设备需求。海外厂商产能扩张受到厂房、设备、人员等限制，电力设备供应能力有限，为国内相关企业出口提供机遇。

1) 欧盟：电网设备老旧，将对欧洲电网进行检修和升级

随着可再生能源装机量不断增长，欧洲输电网承受压力逐渐加大，欧洲电力行业屡次强调电网升级的紧迫性。欧盟委员会表示，欧盟约 40% 的配电网已经使用超过 40 年，到 2030 年，跨境输电容量将翻一番，欧洲境内电网必须适应更加数字化、分散化且更具灵活性的系统，跨境电网尤其需要具备大量可再生电力传输能力。

图表 35 欧盟风电、光伏累计装机容量 (兆瓦)



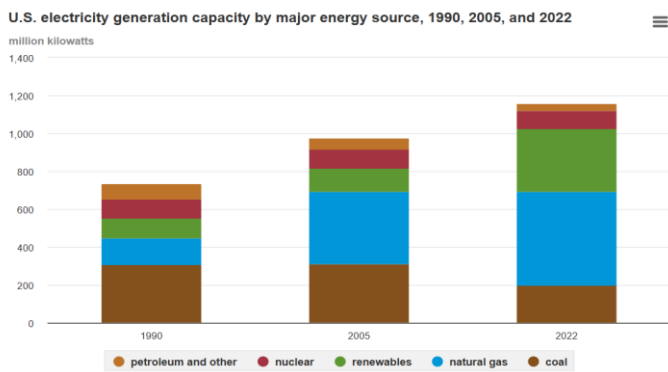
资料来源: 国际可再生能源机构、欧洲风能协会, 华安证券研究所

欧盟委员会发布《电网行动计划》，拟投入 5840 亿欧元，用于检修、改善和升级欧洲电网及其相关设施。《电网行动计划》主要聚焦电网升级，特别是跨境电网的升级，使其可以更好整合不同国家的可再生能源电力，满足更多清洁电力入网需求。

2) 美国: 电力基础设施需求高增, 变压器短缺情况严重

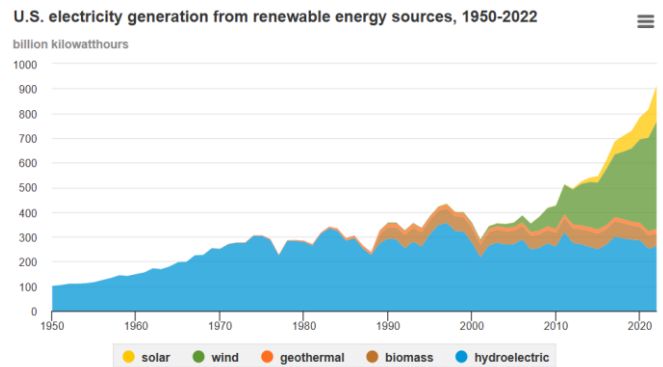
美国新能源建设加速, 拉动电力设备需求。美国新能源发电量占比逐年提升, 根据 EIA 预测, 到 2050 年, 风光、煤、气、核发电占比将达到 55%、5%、22%、11%。美国电网建设需要同时兼顾扩容与维护更新, 电力基础设施需求旺盛。

图表 36 美国发电结构变化情况



数据来源: EIA, 华安证券研究所

图表 37 美国新能源结构变化情况



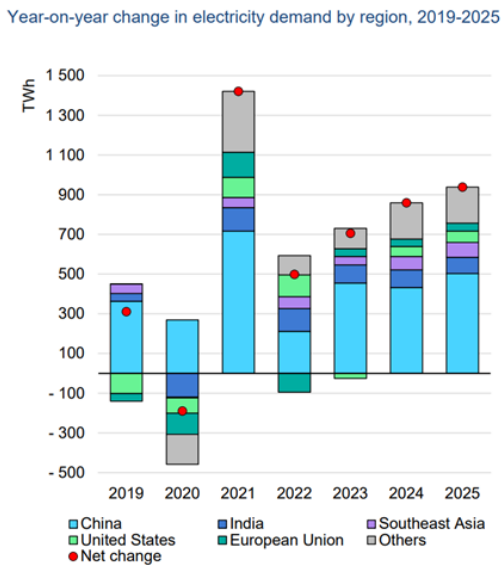
数据来源: EIA, 华安证券研究所

以变压器为例, 美国变压器需求旺盛。根据美国商务部发布的报告, 美国变压器的平均使用寿命已达到 30-40 年, 远超 25 年的预期寿命。目前, 美国变压器进口来源主要是加拿大、墨西哥等国, 对中国产的变压器也有较大进口需求。据统计, 在国际市场上, 中国仅次于墨西哥, 成为全球第二大变压器出口国, 所占市场份额超过 10%。随着美国变压器短缺情况加剧, 预计出口额将会进一步提升。

3) 亚太地区：新能源处于发展初期，用电需求拉动结构转型

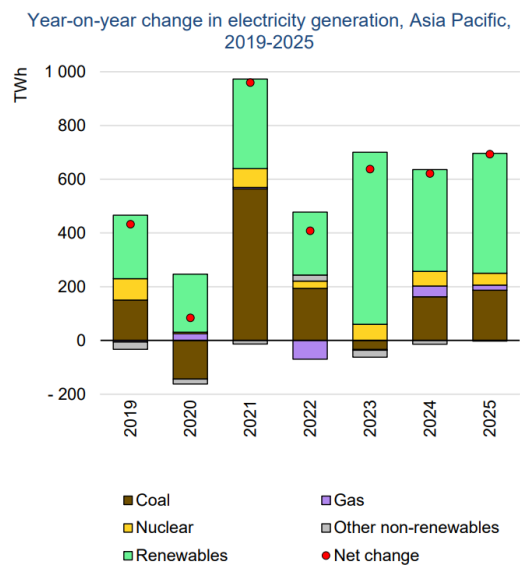
亚太地区用电增长带来电力扩容需求，能源转型拉动配套电力设备需求。根据 IEA 数据,2020-2022 年亚太地区用电需求增速快于其他地区,IEA 预测 2023-2025 年全球电力需求增长中的 70%以上将来自中国、印度和东南亚,亚太地区用电需求增速达 4.6%,进一步带来电力扩容需求。为满足电力需求扩张,亚太地区能源开始转型,预计亚太地区新能源将进一步发展,这对电网容量及安全性提出更高要求,同时拉动配套电力设备进口需求。

图表 38 全球分地区用电需求 (TWh)



数据来源: IEA, 华安证券研究所

图表 39 亚太地区电力结构变化 (TWh)



数据来源: IEA, 华安证券研究所

公司广泛开展国际业务,业务范围已经拓展到中亚、东南亚、南非、澳洲、美洲等地区。目前公司的预制舱式模块化变电站产品应用于全球 30 多个国家,包括俄罗斯、中亚、南亚、非洲等。公司积极响应国家“一带一路”实施战略,持续推进中亚、东南亚、中西非等区域业务,重点培育基础建设、新能源、矿业及工业园建设等行业。2024 年上半年,公司成功完成了 33kV 环网柜和中压环保气体柜等国际产品的研发与认证。在签订海外订单方面,与 2023 年同期相比,公司实现了大幅增长,先后中标了津巴布韦矿山和印尼红土镍矿等大型海外变配电建设项目。公司的产品方案和服务质量获得了海外客户的高度认可和评价。

图表 40 特锐德国际业务范围

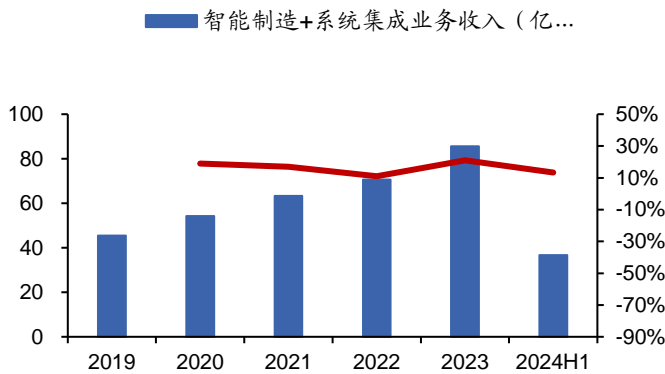


资料来源：公司官网，华安证券研究所

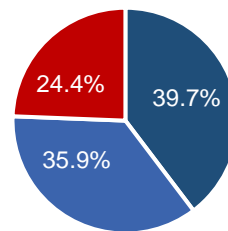
2019-2024 年上半年，公司“智能制造+系统集成”业务收入稳定增长，增长率维持在 10%以上。2024 年上半年该板块业务收入 36.73 亿元，同比增长 13.37%；毛利率为 21.64%。随着公司在发电侧、电网侧、负荷侧持续发力、集成创新技术成果成功转化应用，加上新型电力系统的持续推进带来的电力设备需求释放，公司智能制造+集成系统业务营收有望实现进一步提升。此外，公司海外业务尚处于前期发展阶段，占公司整体收入比例较小，公司海外业务的拓展有望提供新增长点。

图表 41 公司智能制造+系统集成业务收入 (亿元)

图表 42 2023 年智能制造+系统集成业务构成 (%)



■ 系统集成业务 ■ 箱式设备 ■ 成套开关设备



数据来源：Wind，华安证券研究所

数据来源：Wind，华安证券研究所

4 盈利预测

电动汽车及充电网业务：该业务主要包括充电运营和充电桩设备的销售，随着新能源车渗透率的提升以及车桩比有待降低，行业市场前景良好，而公司在技术端和运营端具有领先优势，利用率高于行业平均水平。公司作为充电运营行业前列，充电量将持续提高，随 SaaS 平台服务的发展，公司充电服务费将获得增值，预计充电服务费(含电费)将小幅上升，假设 24/25/26 年单 kwh 收入为 0.93/0.93/0.94 元。我们预计公司充电运营业务 24/25/26 年收入分别为 53.62/74.20/87.80 亿元。同时，充电设备销售也会随之放量，我们预计销售板块 24/25/26 年的营收为

26.9/32.3/37.1 亿元。因此，我们预计公司 2024-2026 年电动汽车及充电网业务将实现营收 80.5/106.5/125.0 亿元，毛利率分别为 20.81%/20.48%/21.03%。

“智能制造+系统集成”业务：公司将成套开关设备业务、系统集成业务、箱式设备业务统一纳入“智能制造+系统集成”板块之中。随着电网投资向配电端有所倾斜，我们预计公司“智能制造+系统集成”板块会更倾向于发展箱式设备业务，其收入保持高速增长，其余业务收入增速相对稳定。此外，由于该板块业务为公司传统业务，公司拥有成熟的运营体系以及技术优势，生产经营风险较低，因此我们认为其毛利率将保持稳定水平。

我们预计公司箱式设备业务 2024-2026 年收入为 46.2/64.6/84.0 亿元，毛利率保持在 21.4%；系统集成业务收入为 34.6/35.3/36.0 亿元，毛利率保持在 27.1%；成套开关设备业务收入为 23.0/25.3/27.8 亿元，毛利率保持在 24.1%。因此，我们预计公司 2024-2026 年“智能制造+系统集成”业务将实现营收 103.8/125.2/147.8 亿元，毛利率分别为 23.9%/23.5%/23.3%。

图表 43 分业务预测公司业绩

	2023	2024E	2025E	2026E
业务一：电动汽车及充电网				
营业收入（万元）	604,083.24	805,416.00	1,065,030.83	1,249,508.48
YOY	32.21%	33.33%	32.23%	17.32%
毛利率	22.02%	20.81%	20.48%	21.03%
业务二：智能制造+系统集成				
营业收入	856,067.14	1,037,580.84	1,252,087.34	1,478,259.26
YOY	21.25%	21.20%	20.67%	18.06%
毛利率	24.30%	23.88%	23.54%	23.28%
合计				
营业收入	14,601.50	18,429.97	23,171.18	27,277.68
YOY	25.55%	27.57%	26.39%	17.72%
毛利率	23.36%	22.54%	22.13%	22.25%

资料来源：Wind，中国充电联盟，华安证券研究所

风险提示：

下游客户销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外业务盈利低于预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	15317	18873	23085	27142	
现金	2838	3011	3446	4150	
应收账款	7830	10119	12633	14794	
其他应收款	556	571	629	663	
预付账款	268	343	433	509	
存货	1609	1983	2506	2946	
其他流动资产	2216	2847	3438	4081	
非流动资产	8560	8941	9321	9745	
长期投资	1621	1701	1801	1921	
固定资产	3746	3953	4217	4482	
无形资产	779	709	629	544	
其他非流动资产	2414	2579	2674	2798	
资产总计	23877	27814	32407	36887	
流动负债	13044	15984	19155	21805	
短期借款	2431	2281	2131	1981	
应付账款	5507	7138	9022	10604	
其他流动负债	5106	6566	8003	9221	
非流动负债	3138	3305	3505	3705	
长期借款	1454	1504	1554	1604	
其他非流动负债	1684	1801	1951	2101	
负债合计	16181	19289	22660	25510	
少数股东权益	1006	1053	1110	1166	
股本	1056	1056	1056	1056	
资本公积	3499	3549	3549	3549	
留存收益	2134	2867	4031	5606	
归属母公司股东权益	6689	7472	8636	10211	
负债和股东权益	23877	27814	32407	36887	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1345	1378	1870	2294	
净利润	527	725	1031	1400	
折旧摊销	647	662	674	749	
财务费用	207	251	256	260	
投资损失	-61	-92	-116	-136	
营运资金变动	-600	-813	-716	-773	
其他经营现金流	1752	2183	2487	2968	
投资活动现金流	-926	-1222	-1229	-1380	
资本支出	-980	-1177	-1280	-1384	
长期投资	-32	-108	-68	-128	
其他投资现金流	85	62	119	131	
筹资活动现金流	-539	17	-206	-210	
短期借款	-276	-150	-150	-150	
长期借款	20	50	50	50	
普通股增加	15	0	0	0	
资本公积增加	204	50	0	0	
其他筹资现金流	-502	67	-106	-110	
现金净增加额	-119	173	435	703	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	14602	18430	23171	27278	
营业成本	11191	14276	18043	21208	
营业税金及附加	65	92	116	136	
销售费用	912	1161	1460	1718	
管理费用	824	1014	1274	1500	
财务费用	202	217	220	219	
资产减值损失	-205	-210	-250	-300	
公允价值变动收益	-13	0	0	0	
投资净收益	61	92	116	136	
营业利润	602	777	1088	1454	
营业外收入	17	15	15	15	
营业外支出	86	40	40	40	
利润总额	534	752	1063	1429	
所得税	7	26	32	29	
净利润	527	725	1031	1400	
少数股东损益	36	47	57	56	
归属母公司净利润	491	678	975	1344	
EBITDA	1542	1631	1957	2397	
EPS (元)	0.48	0.64	0.92	1.27	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	25.6%	26.2%	25.7%	17.7%
营业利润	119.8%	29.0%	40.1%	33.6%
归属于母公司净利润	80.4%	38.1%	43.7%	37.9%
获利能力				
毛利率 (%)	23.4%	22.5%	22.1%	22.3%
净利率 (%)	3.4%	3.7%	4.2%	4.9%
ROE (%)	7.3%	9.1%	11.3%	13.2%
ROIC (%)	6.8%	6.6%	8.0%	9.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	67.8%	69.3%	69.9%	69.2%
净负债比率 (%)	210.3%	226.3%	232.5%	224.2%
流动比率	1.17	1.18	1.21	1.24
速动比率	0.92	0.93	0.95	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.71	0.77	0.79
应收账款周转率	2.01	2.05	2.04	1.99
应付账款周转率	2.15	2.26	2.23	2.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.64	0.92	1.27
每股经营现金流	1.27	1.31	1.77	2.17
每股净资产	6.34	7.08	8.18	9.67
估值比率				
P/E	41.88	27.93	19.43	14.09
P/B	3.17	2.53	2.19	1.85
EV/EBITDA	15.41	13.28	10.87	8.61

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 张志邦 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师: 洪慧 华安证券电新行业分析师, 悉尼大学金融学硕士, 2年卖方行业研究经验。覆盖氢能领域研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。