

箱变老兵行稳致远，充电龙头迎来收获期

核心观点

- 公共充电市场空间广阔，特来电龙头地位稳固。**随着电动车销量不断增长，保有量持续扩张，对充电基础设施的需求日益增加。公共充电需求持续旺盛，2024年上半年公共充电量达 242.9 亿度电，同比增长 54.5%，我们预计 2030 年公共充电需求将达到 1702 亿度电/年，对应 2023-2030 年年均复合增速 25%。充电桩运营格局趋于集中，特来电先发优势显著，稳居行业龙头，截至 2024 年 6 月底，公司运营公共充电终端 59.5 万台，其中直流充电终端 35.6 万台，市场份额约 26%，排名全国第一；2024 年 1-6 月公司充电量超过 58 亿度，市场份额约 24%，排名全国第一。
- 五张充电网罗海量数据，价值挖掘有望拓宽成长边界。**公司建立了公交充电网、公共充电网、物流充电网、小区充电网和园区充电网五张充电网，掌握大量用户和数据资源，基于对数据价值的深度挖掘，特来电已经探索出了 SaaS 平台、生态合作和能源增值等一系列增值服务模式，数据的商业价值正不断显现。未来，随着虚拟电厂盈利模式日益成熟、V2G 技术逐渐普及，特来电有望更加充分地发挥电动汽车的灵活调节能力进行车网互动，获取调峰辅助服务和需求侧响应等收益，拓宽盈利空间。
- 新型电力系统建设持续推进，箱变业务有望稳步增长。**国内电网投资稳步增长，海外欧美国家迈入电网系统建设新周期、发展中国家电网建设蓄势待发，电力设备需求有望加速释放。公司聚焦户外箱式电力设备的研发与生产制造，深挖用户需求，不断提升产品竞争力，在铁路、电力、新能源发电等领域已经取得国内领先的市场地位。在海外市场，公司电力设备产品已成功落地全球 50 多个国家，自研预制舱模块变电方案切中海外客户工期诉求，有望受益于新兴市场经济发展与电力基建的高速发展期。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.75、1.00、1.28 元，结合可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年 30 倍市盈率，对应目标价为 30.0 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 政策及补贴持续性风险；电动车销量不及预期；行业竞争加剧；电网投资增速不及预期；应收账款回收风险；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,630	14,602	16,391	19,264	22,528
同比增长(%)	23.2%	25.6%	12.3%	17.5%	16.9%
营业利润(百万元)	274	602	967	1,264	1,598
同比增长(%)	52.6%	119.8%	60.6%	30.8%	26.4%
归属母公司净利润(百万元)	272	491	794	1,051	1,350
同比增长(%)	45.4%	80.4%	61.6%	32.3%	28.5%
每股收益(元)	0.26	0.47	0.75	1.00	1.28
毛利率(%)	22.1%	23.4%	22.3%	23.1%	23.6%
净利率(%)	2.3%	3.4%	4.8%	5.5%	6.0%
净资产收益率(%)	4.4%	7.6%	11.1%	13.0%	14.9%
市盈率	88.8	49.2	30.4	23.0	17.9
市净率	3.8	3.6	3.2	2.8	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（首次）

股价（2024 年 11 月 15 日）	22.89 元
目标价格	30.0 元
52 周最高价/最低价	25.9/15.03 元
总股本/流通 A 股（万股）	105,569/102,795
A 股市值（百万元）	24,165
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2024 年 11 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.3	2.23	21.76	20.02
相对表现%	0.99	-0.7	3	10
沪深 300%	-3.29	2.93	18.76	10.02



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090005

目 录

箱变与充电双龙头，收入稳增盈利向好	5
充电： 制造-运营-服务，受益全链条价值提升.....	8
公共充电市场蓬勃发展，模式创新打开成长空间.....	8
龙头运营商地位稳固，充电网布局步入收获期	11
箱变：乘电网建设新风，发、输、用全场景布局稳步发展	16
国内电网建设景气度延续，海外迎来电力建设新周期.....	16
户外箱变细分龙头，主业根基稳健	18
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	22
风险提示.....	24

图表目录

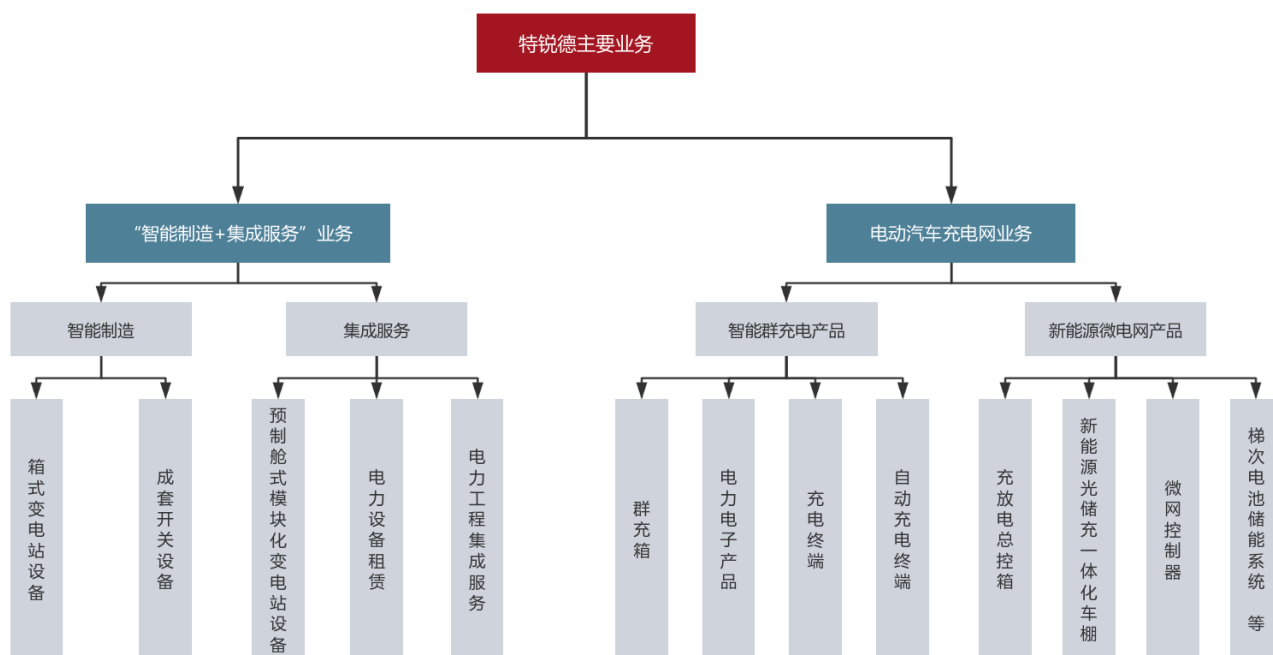
图 1：公司主营业务	5
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）	6
图 3：公司研发人员数量及研发投入	6
图 4：公司营业收入情况（单位：亿元）	7
图 5：公司归母净利润情况（单位：亿元）	7
图 6：公司毛利率和净利率	7
图 7：公司三费率	7
图 8：我国新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）	8
图 9：我国新能源汽车保有量及渗透率（单位：万辆）	8
图 10：我国新增充电桩与车桩比（单位：万台）	8
图 11：我国存量充电桩与车桩比（单位：万台）	8
图 12：我国公共充电量与单车充电量	9
图 13：国内公共充电桩市场格局（2023 年 1 月）	10
图 14：国内公共充电桩市场格局（2024 年 9 月）	10
图 15：虚拟电厂能量优化调度模式	10
图 16：车网互动物理框架示意图	11
图 17：车网互动功能示意图	11
图 18：公司充电桩产品	11
图 19：不同规模城市中心城区公用桩覆盖率比较	12
图 20：私人乘用车白天（左）和夜间（右）充电需求热点分布	12
图 21：特来电月度充电量及市场份额（单位：亿度）	13
图 22：特来电公共直流充电桩及市场份额（单位：万台）	13
图 23：公司资本开支占收入比重自 2018 年起下降保持在较低水平（单位：亿元）	13
图 24：2020 年全国电动汽车充电服务费政府定价收费标准情况（单位：元/kWh）	14
图 25：特来电营收与利润（单位：亿元）	15
图 26：我国全社会用电量（单位：万亿 kWh）	16
图 27：国家电网投资（单位：亿元）	16
图 28：南方电网投资（单位：亿元）	16
图 29：我国电网基本建设投资完成额（单位：亿元）	17
图 30：欧洲新能源发电量（单位：万亿 Wh）	17
图 31：美国新能源发电量（单位：万亿 Wh）	17
图 32：全球各地区电网投资额（单位：十亿美元）	18
图 33：公司电力设备营业收入（单位：亿元）	20

表 1：2024 年以来国家充电桩政策整理	9
表 2：特来电生态合作案例	14
表 3：公司主要箱变产品	18
表 4：公司主要集成服务产品	19
表 5：特锐德可比公司估值水平	23

箱变与充电双龙头，收入稳增盈利向好

深耕箱式电力设备二十年，二次创业充电桩已成长为行业龙头。自 2004 年成立以来，特锐德专注于户外箱式电力产品的集成设计与研发生产，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、电力市场第一的行业地位，公司是中国箱式电力产品技术标准的制定者和参与者，凭借领先的技术创新能力和强大的综合实力，先后承担了多项国家级和省市级项目。2014 年，公司基于在户外箱式电力设备的技术积累和创新延伸，成功开拓了电动汽车充电网业务，紧抓行业发展机遇，快速布局充电网形成规模优势。截至 2024 年上半年，公司公共充电桩数量、直流桩数量、充电量等多项指标均位列行业第一。

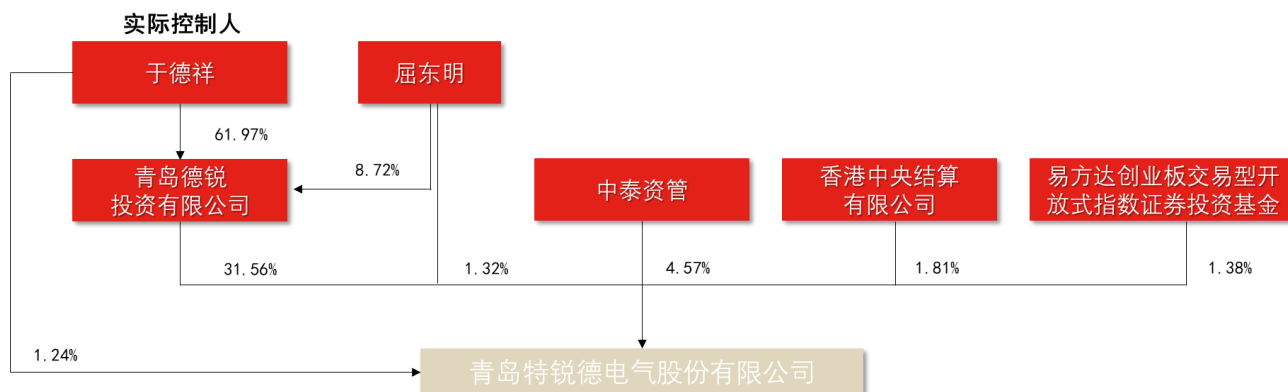
图 1：公司主营业务



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司股权较为集中，董事长于德翔为实控人。截至 2024 年 6 月，公司的第一大股东为青岛德锐投资，持股比例 31.56%；公司实控人为董事长于德翔，通过持有德锐投资 61.97% 的股份，以及直接持有公司 1.24% 的股份，合计持有公司股份份额约 20.8%，股权结构较为集中且相对稳定，公司长期发展具备保障。公司通过控股子公司特来电开展充电网建设运营和充电网解决方案提供业务，对特来电持股比例约 77.71%，特来电旗下设众多子公司分别负责不同地区的充电网运营业务。

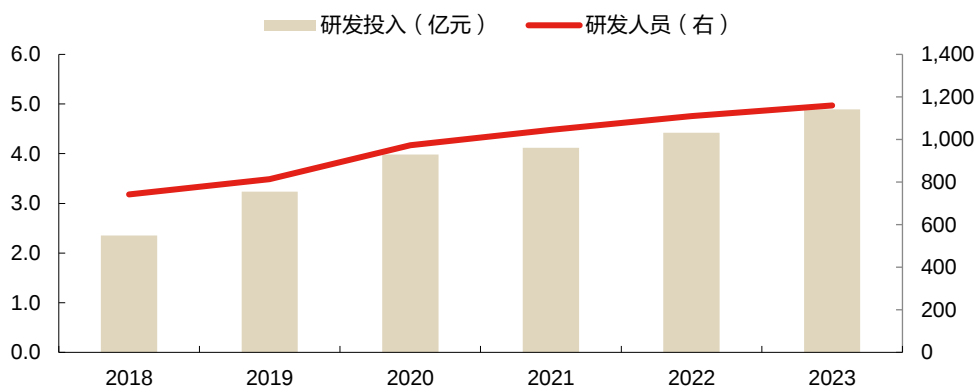
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

研发平台成熟完备，高强度投入保障研发能力。公司引进和培养来自各技术领域的顶尖人才，围绕充电领域核心技术搭建了集成服务、电力电子、智能调控、云平台、大数据、安全防护、自动充电、智能运维、微电网、储能技术等十大研发团队。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，牵头或参与制定了多项国家及行业标准。2023 年，公司研发支出高达 4.89 亿元，占营业收入比例为 3.35%，研发团队进一步壮大，人员数量达到 1160 人，为公司新产品的开发提供了强有力的技术保障。

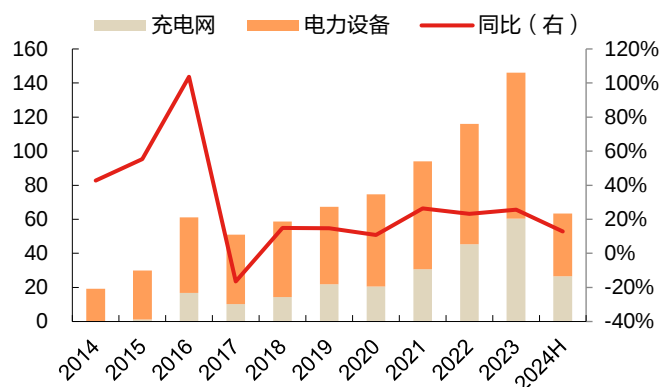
图 3：公司研发人员数量及研发投入



数据来源：公司公告，东方证券研究所

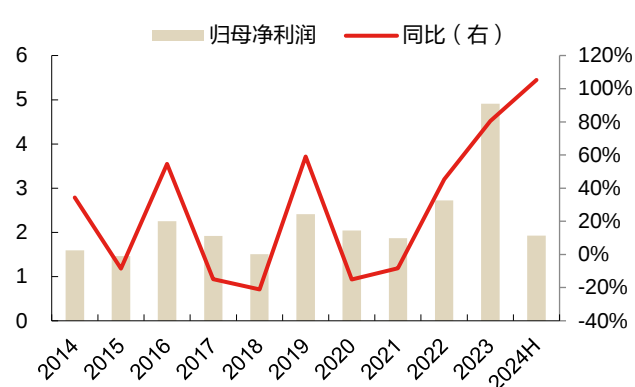
两大主业双轮驱动，近五年收入稳步增长。2020 年以来，在国内电网改造和新能源发电项目持续推进、新能源汽车及充电基础设施建设快速发展的背景之下，公司两大主业均迎来积极增长阶段。2020-2023 年，公司营业收入从 74.64 亿元增长至 146.02 亿元，年均复合增速达 18%，2024 年上半年，公司实现营业收入 63.32 亿元，同比增长 13%。其中，充电网业务贡献了显著增量，2024 年上半年，充电网收入占比达到 42%，创下历史新高。得益于充电网业务亏损收窄、箱变业务盈利回归，2022 年起公司归母净利润呈现逐年向好态势，2024 年上半年公司实现归母净利润 1.93 亿元，同比大增 105%。

图 4：公司营业收入情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

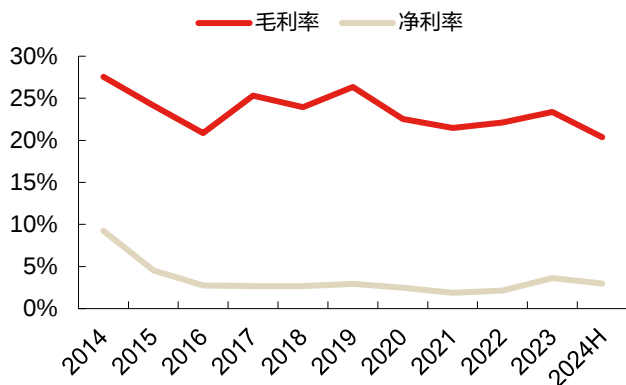
图 5：公司归母净利润情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

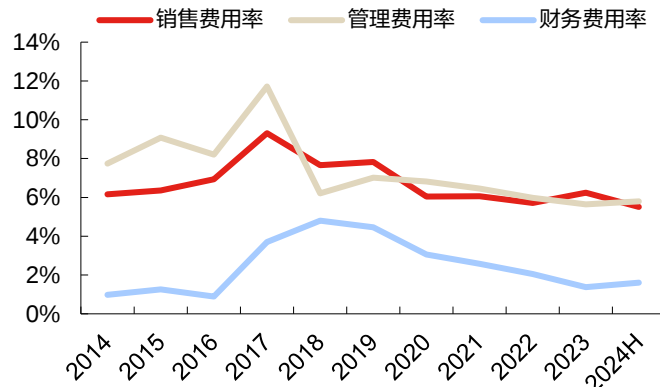
费用率稳中有降，盈利能力有望进一步提升。公司凭借优异管理能力，期间费用率自 2019 年起持续优化，三费率从 19.3% 下降至 2024 年上半年的 12.9%，财务费用率和销售费用率均改善明显。2021-2023 年公司销售毛利率分别为 21.5%、22.1%、23.4%，净利率分别为 1.9%、2.1%、3.6%，呈现逐年改善趋势。2024 年上半年，毛利率和净利率分别为 20.4%、3.0%，较 2023 年略有下降，主要系公司充电网业务收入与盈利具一定季节性，政府合资项目多于下半年集中建设，全年来看盈利能力仍有望延续增长趋势。

图 6：公司毛利率和净利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：公司三费率



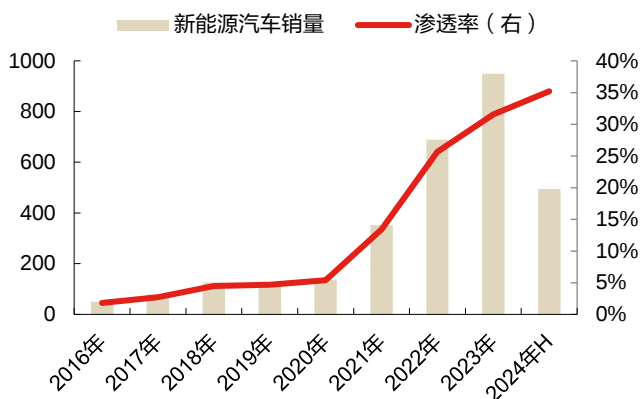
数据来源：Wind，东方证券研究所

充电：制造-运营-服务，受益全链条价值提升

公共充电市场蓬勃发展，模式创新打开成长空间

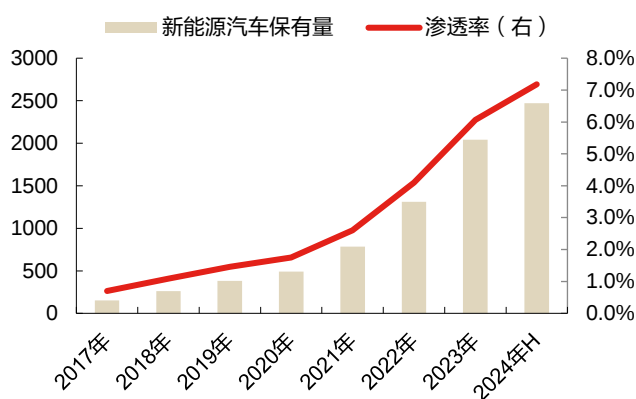
新能源汽车保有量持续上升，预示巨大需求潜力。中国汽车工业协会数据显示，2024年上半年，我国新能源汽车销售量为494.4万辆，同比增长32%，渗透率超过35%。根据公安部统计，截至2024年6月末，我国新能源汽车保有量已经达到2472万辆，保有量占比7.2%。电动车销量不断增长攀升，保有量持续扩张，对充电基础设施的需求日益增加。

图 8：我国新能源汽车销量及渗透率（单位：万辆）



数据来源：中汽协，东方证券研究所

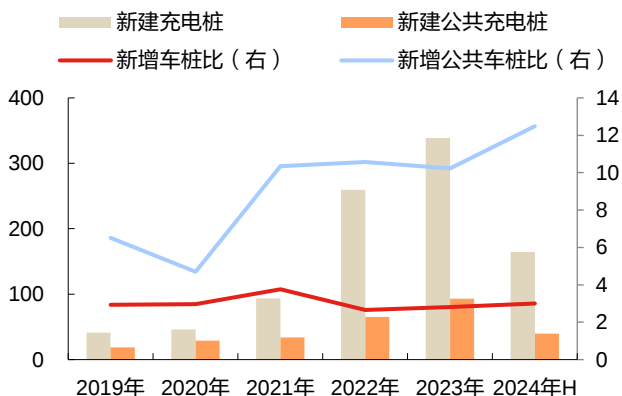
图 9：我国新能源汽车保有量及渗透率（单位：万辆）



数据来源：公安部，东方证券研究所

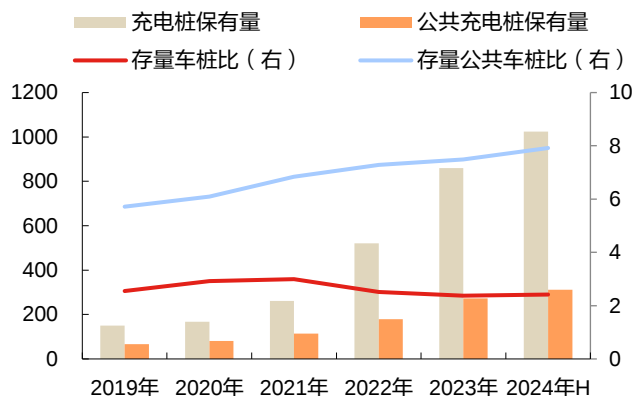
公共充电桩建设增速放缓，车桩比仍有较大提升空间。根据中国充电联盟统计，2024年上半年，我国充电基础设施增量为164.7万台，同比上升14.2%。其中公共充电桩增量为39.6万台，同比上升12.7%；截止2024年6月，全国充电基础设施累计数量为1024.3万台，其中公共充电桩保有量为312.2万台。据此测算，2024年上半年我国车桩增量比为3.0:1，截至2024年6月底，我国存量车桩比2.4:1，相较于2019年5.7:1的水平，充电基础设施条件大幅改善，但若仅考虑公共桩，增量与存量车桩比分别为12.5:1和7.9:1，距离全面电动化场景中新增公共车桩比1:1的目标仍有较大差距。

图 10：我国新增充电桩与车桩比（单位：万台）



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

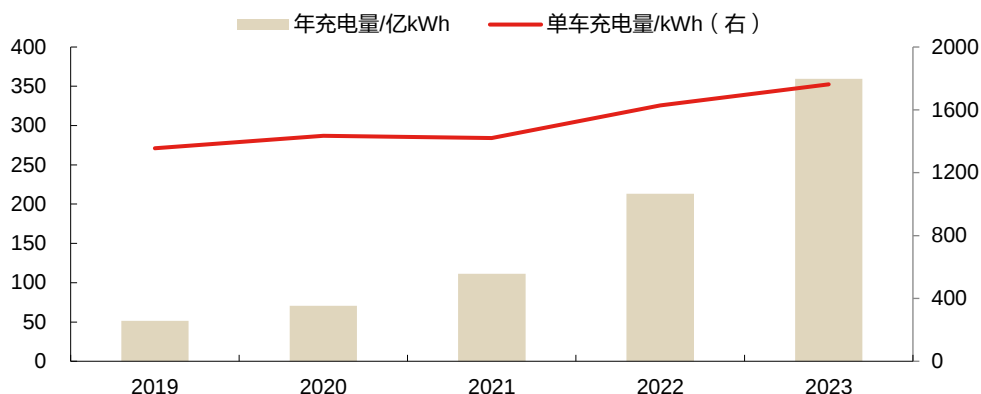
图 11：我国存量充电桩与车桩比（单位：万台）



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

公共充电需求持续旺盛，蕴含广阔市场空间。公共充电桩充电量整体呈上升趋势，2023 年充电量达 359.7 亿度，同比增长 68.7%，2024 年上半年公共充电量达 242.9 亿度电，同比增长 54.5%，维持较高增速。从单车充电量来看，2023 年单车年度充电量约 1762 度电，同比增长 8.3%。电动车保有量增加叠加单车充电需求维持增势，公共充电需求有望持续增长。在汽车总保有量年均增速 5%、2030 年新能源汽车保有量渗透率达到 20%、单车年公共充电量 1800 度的假设下，2030 年公共充电需求将达到 1702 亿度电/年，对应 2023-2030 年年均复合增速 25%。

图 12：我国公共充电量与单车充电量



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

国家层面出台系列指导意见和相关政策，明确充电基础设施的发展方向和重点。扩大覆盖范围方面，国家进一步支持新能源汽车下乡，要求加大县域充电基础设施建设支持力度，推动创建一批充电设施建设应用示范县和示范乡镇。探索新技术方面，大功率超充桩、智能有序充电、V2G 等技术从研发逐步走向应用，进一步强化充电设施在车网互动、需求响应等新兴场景中所扮演的积极作用。

表 1：2024 年以来国家充电桩政策整理

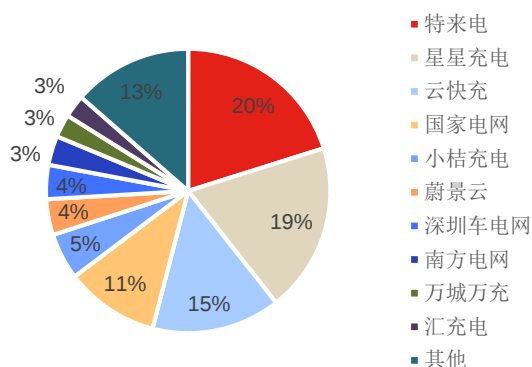
时间	发布主体	名称	主要内容
2024 年 2 月	国家发改委 国家能源局	《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》	探索不间断电源、电动汽车等用户侧储能设施建设，推动电动汽车通过有序充电、车网互动等多种形式参与电力系统调节，挖掘用户侧灵活调节能力。
2024 年 3 月	国家能源局	《2024 年能源工作指导意见》	加快构建充电基础设施网络体系，持续优化城市、公路沿线和居民社区充电网络，加大县域充电基础设施建设支持力度，推动创建一批充电设施建设应用示范县和示范乡镇，探索开展车网双向互动。
2024 年 7 月	国家发改委 国家能源局 国家数据局	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	充分利用电动汽车储能资源，全面推广智能有序充电。支持开展车、桩、站、网融合互动探索，探索放电价格机制，推动电动汽车参与电力系统互动。
2024 年 8 月	国家发改委 国家能源局	《国家发展改革委办公厅等关于推动车网互动规模化应用试点工作的通知》	全面推广新能源汽车有序充电，扩大双向充放电（V2G）项目规模，丰富车网互动应用场景，以城市为主体完善规模化、可持续的车网互动政策机制，以 V2G 项目为主体探索技术先进、模式清晰、可复制推广的商业模式，力争以市场化机制引导车网互动规模化发展。

数据来源：发改委，能源局，数据局，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

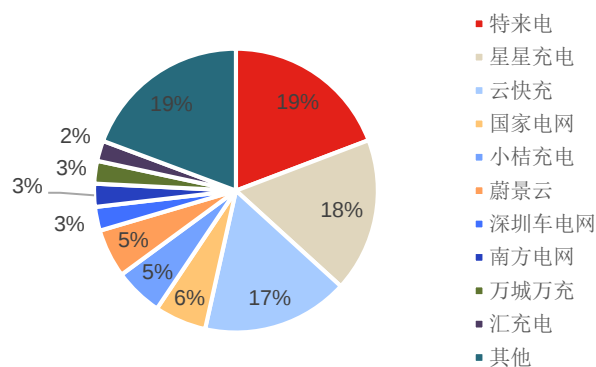
充电桩运营格局高度集中，头部企业份额稳定。充电桩产业链中游制售桩的参与主体包括电气设备公司、第三方桩企、家电企业等，下游为充电运营商及终端客户，多数企业采取生产运营一体化模式，充电桩企业的商业模式正从单一硬件销售向综合服务提供商转变。从公共充电桩运营数量来看，特来电、星星充电、云快充处于行业领先地位，依靠资金、技术等优势持续保有较高的市场份额。根据中国充电联盟数据，截止 2024 年 9 月，全国公共充电桩数量累计达 332.9 万台，其中特来电/星星充电/云快充公桩数量分别为 64.0/58.4/55.7 万台，市占率分别为 19%/18%/17%，CR3 达 53.5%，2023 年以来，头部 3 家运营商保持稳定，CR3 份额基本维持在 54%左右。

图 13：国内公共充电桩市场格局（2023 年 1 月）



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

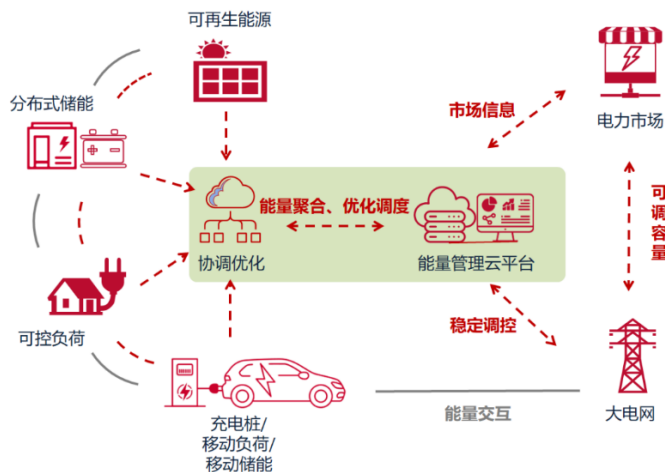
图 14：国内公共充电桩市场格局（2024 年 9 月）



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

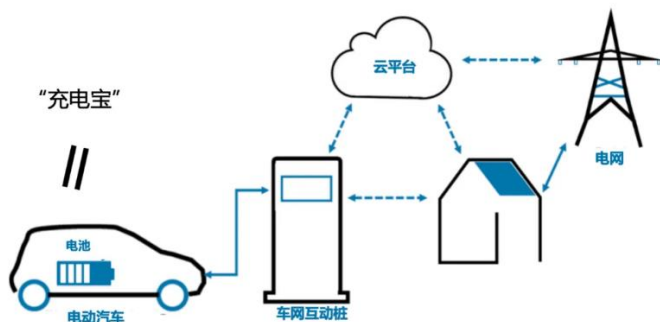
虚拟电厂、车网互动等新模式有望打开运营商收入空间。随着风光装机与发电量占比不断增加，随机性、无序性提升对电力系统构成挑战，负荷侧资源的聚合调控成为构建新型电力系统不可或缺的一环。充电运营商通过充电网掌握大量电动车电池资源，有望成为新型电力系统用户侧调节的重要参与者。当前，充电运营商可以通过参与虚拟电厂、响应电网调度有序充电获得需求响应补贴收益。同时，V2G 技术允许电动车与电网实现能量双向传输，电动车的等效储能潜力有望得到释放。未来，一方面随着电改机制政策逐步健全，电力现货市场、辅助服务市场逐步完善，虚拟电厂盈利模式有望日益丰富；另一方面，随着 V2G 技术走向成熟，V2G 充电桩成本下降，车网互动应用场景有望得到拓展，为充电运营商贡献更多增量收益。

图 15：虚拟电厂能量优化调度模式



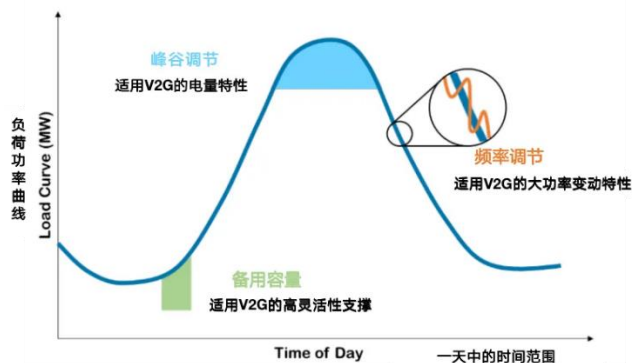
数据来源：链宇科技，东方证券研究所

图 16：车网互动物理框架示意图



数据来源：链宇科技，东方证券研究所

图 17：车网互动功能示意图



龙头运营商地位稳固，充电网布局步入收获期

充电桩产品丰富多元，核心设备自主研发。公司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，为用户提供充电系统解决方案及充电网运营服务。公司针对公交、公共、物流、园区、小区等不同场景与服务对象，创新研发制造了多种类型的充电产品，包括支持大功率直流充电、小功率直流充电、自动充电的智能群充电产品以及新能源微电网产品等，以满足多样化的用户需求。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 18：公司充电桩产品

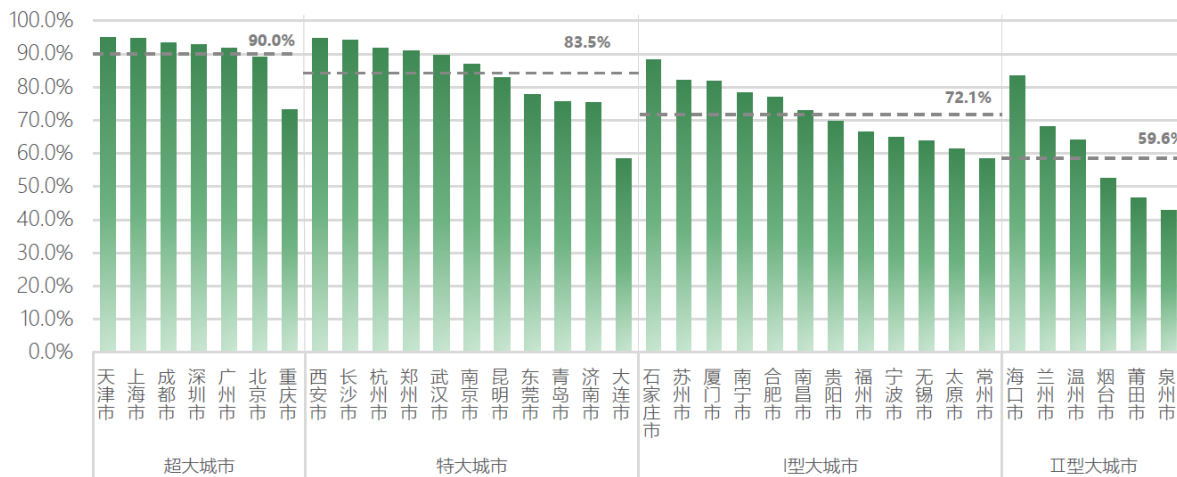


数据来源：公司公告，东方证券研究所

充电运营头部企业具备较强先发优势和规模效应。由于充电资产的建设受到场地、区域电网容量的限制，在特定区域内能够建设、运营的充电资产数量有限，存在物理位置资源限制；同时，抢占充电行业布局先机需要巨大、持久的资金投入，进入壁垒较高。中规院发布的《2023 年中国主要城市充电基础设施监测报告》显示，在统计范围内的 36 座大城市中，包括上海、深圳在内的 9 座城市中心城区公用桩覆盖率已超过 90%，表明充电需求较大、消费能力较强的（超）一线城市

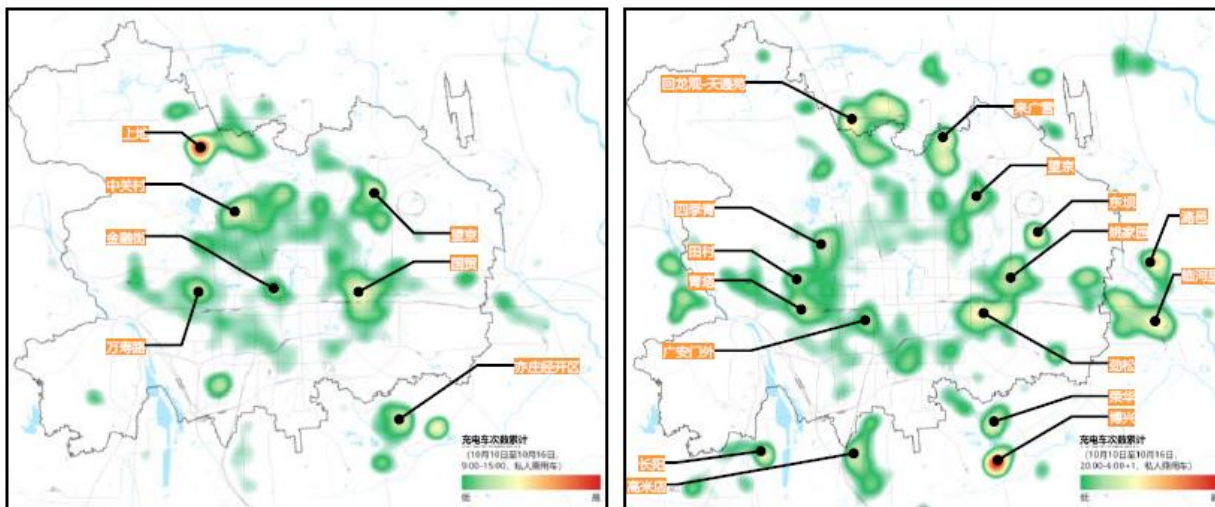
充电场站建设已经趋于饱和。而从北京市私人乘用车充电需求空间分布也可以看出，城市充电需求呈现出高度集中的特点。因此区位选择将显著影响充电场站运营效率与盈利能力，而先发龙头锁定优质区位和电网资源，有望形成难以复制的竞争优势。

图 19：不同规模城市中心城区公用桩覆盖率比较



数据来源：《2023 年中国主要城市充电基础设施监测报告》，东方证券研究所

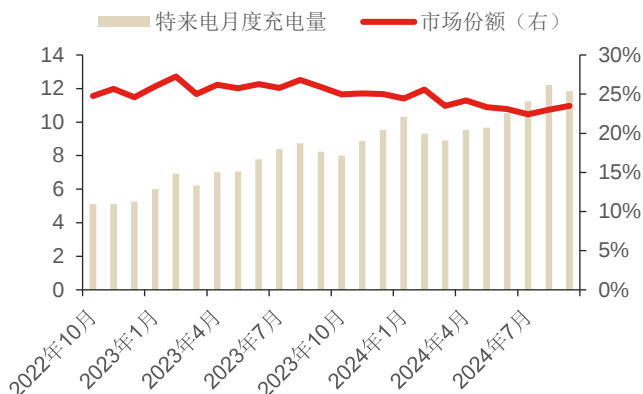
图 20：私人乘用车白天（左）和夜间（右）充电需求热点分布



数据来源：《2023 年中国主要城市充电基础设施监测报告》，东方证券研究所

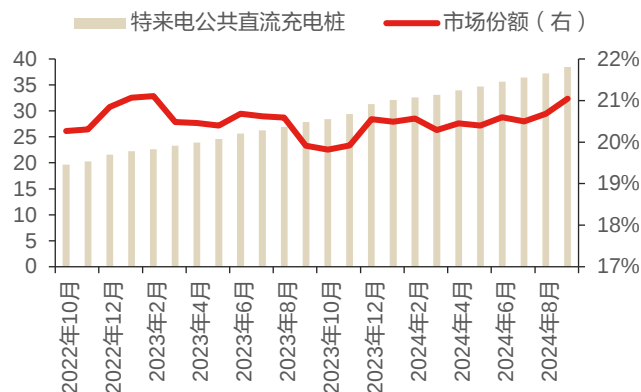
公司超前布局充电网，现已稳居行业龙头地位。公司早在 2014 年即进军充电桩行业，彼时新能源汽车渗透率不足 1%，行业需求尚未显现，公司凭借独到战略眼光超前布局抢占先机，大力建设全国性充电桩网络，通过精准投建抢占核心资源，历经十年积累已形成显著规模优势，截至 2024 年 6 月底，公司累计充电量突破 300 亿度。根据充电联盟统计，在公共充电领域，截至 2024 年 9 月底，公司运营公共充电终端 59.5 万台，其中直流充电终端 35.6 万台，市场份额约为 26%，排名全国第一；2024 年 1-9 月公司充电量超过 93 亿度，市场份额约为 24%，排名全国第一。

图 21：特来电月度充电量及市场份额（单位：亿度）



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

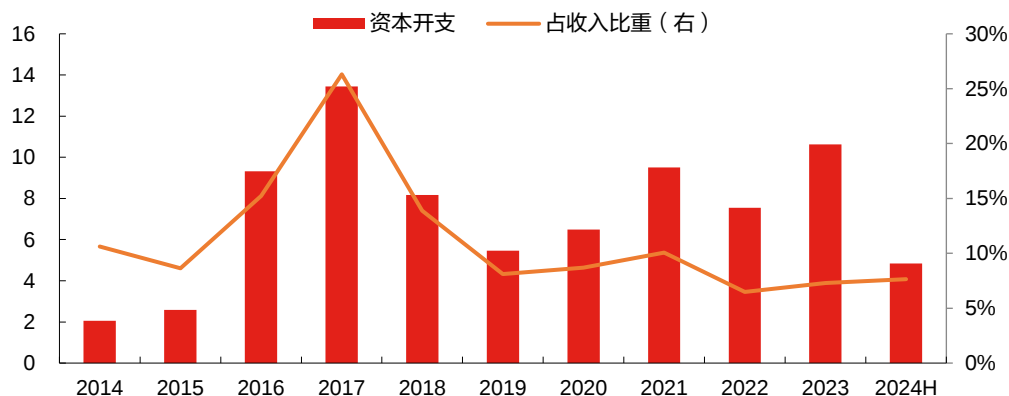
图 22：特来电公共直流充电桩及市场份额（单位：万台）



数据来源：中国充电联盟，东方证券研究所

重资产转型合资运营，跑马圈地投入高峰已过。行业内充电运营商主要可以分为三类，资产运营商、第三方服务商和整车企业，其中资产运营商一般参与充电站投建，运营自有资产赚取充电服务费，代表企业包括特来电、星星充电等；第三方服务商则采取轻资产模式，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；而整车企业如特斯拉、蔚来等，主要以提供面向品牌车主的充电服务为主。特来电早期以自投场站为主，2018 年起逐步由重资产转向“共建共享+销售”的轻资产运营模式，由充电桩投建型企业转型为充电网运营公司。截至 2024 年 6 月底，公司在全国范围内已成立独资/合资公司超过 270 家，其中，合资方为政府投资平台、公交集团等国有企业的超过 160 家；公司已与 70 多家车企达成合作，累计建成车企品牌站超过 1,700 座，充电终端超过 7,000 个，覆盖全国近 30 个城市。一方面，合资共建有助于公司合理控制自有资本投入，实现平台化的轻资产运营；另一方面，特来电的合资方以政府平台、公交集团等企事业单位为主，拥有丰富的场地、车辆资源，有效提高充电桩利用效率和场站的盈利能力；同时也可有效带动充电设备的销售，为公司贡献更多的收入和利润。

图 23：公司资本开支占收入比重自 2018 年起下降保持在较低水平（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

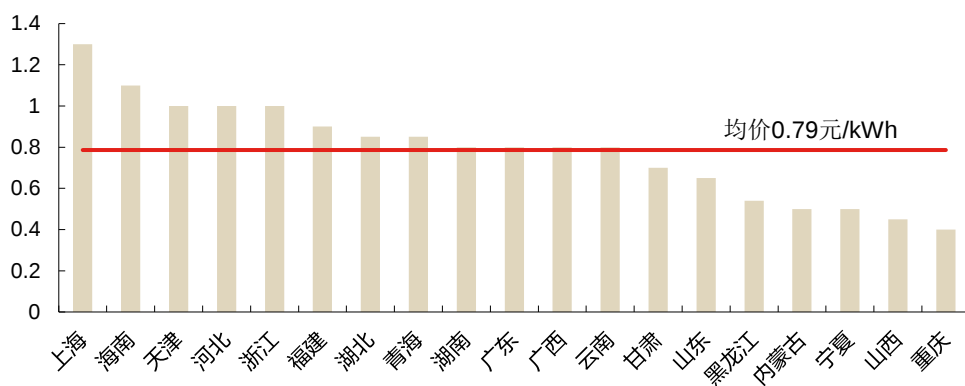
掌握海量数据资源，构建核心竞争力。充电网是大规模用户、车辆、能源等数据和信息的入口，通过高强度、高粘性的实时在线交互，形成基于用户、车、电池的海量用户行为、电池安全、能源大数据。运营商通过对数据的采集、分析、处理和价值挖掘，可以从多维度提升服务价值：1）对于电动车充电用户，可基于用户画像优化充电服务，提升用户体验，增强用户粘性；2）基于

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据分析预测充电需求、优化充电策略，对充电行为进行智能调度，有助于提高运营效率，实现精细化管理和成本控制；3）数据资源的丰富性为充电运营平台提供了创新服务和商业模式的基础。

数据增值赋能，为服务费带来增收空间。充电运营商收入来源主要分为电费与服务费两部分。面对于向普通充电用户收取的充电服务费，2020 年初，全国约有 20 个省（区、市）发布了充电服务费指导价，从 0.4-1.3 元/kWh 不等，均价为 0.79 元/kWh。随着我国电动汽车保有量进一步提升，各地逐步取消了服务费指导价，由充电桩运营商结合市场供需情况自主定价。2023 年，仅天津、山西、上海、海南、重庆、甘肃、青海、宁夏 8 个省市沿用政府指导价。随着充电服务费逐步走向市场化，基于特来电的用户积累和高质量服务，服务费存在一定涨价基础。

图 24：2020 年全国电动汽车充电服务费政府定价收费标准情况（单位：元/kWh）



数据来源：国网福建经研院，东方证券研究所

此外，面向充电合作伙伴和政企客户，特来电拥有数量庞大的高粘性客户以及充电数据资源，也已经凭借数据资源的规模优势，探索出一系列增值服务模式：

1）SaaS 平台：面向运营商、公交企业、机场、物流、地产、企事业单位等企业用户，公司基于自主研发的充电网运营平台以及丰富的运营经验，提供多样化、专业的充电 SaaS 服务，包括充电站运营与数据分析、充电站智能运维、两层充电安全防护等，用户只需将充电设施接入特来电 SaaS 平台便可实现充电站的全面管理。

2）生态服务：建立百余家生态合作伙伴，覆盖金融、保险、车后服务市场、电池能源、生活服务等多个领域，深度挖掘“充电+X”商业价值。与银行等金融机构合作，打造生态联合会员、开发定制化充电功能接口；在新能源保险方面，携手保险行业的龙头企业，向用户提供电池衰减保障服务，并配套提供电池健康卫士报告等增值服务；在与地图商合作方面，基于遍布全国的充电场站，为高德、百度等地图商提供数据接口，实现充电站信息精准在地图中显示。

表 2：特来电生态合作案例

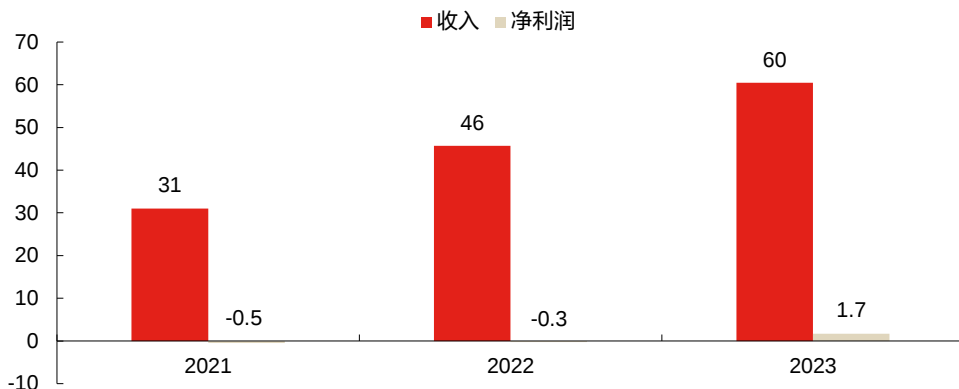
合作伙伴	类型	合作概况
宝马	车企	通过数据共享，特来电将全国公共站的电站信息共享给宝马（中国），客户可通过 BMW 互联驾驶、APP、即时充电网站等方式，查找充电桩的地址信息，查看充电桩占用状态的实时显示和更新，通过车载导航或手机导航引导车辆到空闲充电点充电并直接在宝马端 APP 完成充电支付。

支付宝	支付平台	通过支付宝首页的“扫一扫”扫描充电终端二维码，可以直接跳转特来电的支付宝小程序，快速开启充电；同样也可以通过“城市服务”的“车主-汽车充电站”进入特来电的 H5 页面找桩及充电。特来电作为首家引入“信用机制”的充电运营商，用户芝麻信用达 600 分以上，在特来电的支付宝小程序以及特来电 APP 充电，均可实现“免预存、免押金、先充电、后付款”的信用充电服务。
百度地图	地图商	在百度地图上搜索“特来电”或者“充电站”，可以一目了然地看到特来电充电站的详细信息，包括场站位置、可用充电终端数量、充电费、服务费等信息，并可以快速一键导航到该充电站。用户到达充电站后，可以直接用百度地址扫充电设备的二维码，开启充电，也可以在终端列表里选择自己插枪的终端开启充电，无需打开其他 APP，充电更便捷。

数据来源：特来电官网，东方证券研究所

依托领先的运营规模、优质的场站资源和创新的数据服务，公司不断推进精细化运营，2023 年特来电实现净利润 1.7 亿元，首次扭亏为盈。

图 25：特来电营收与利润（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

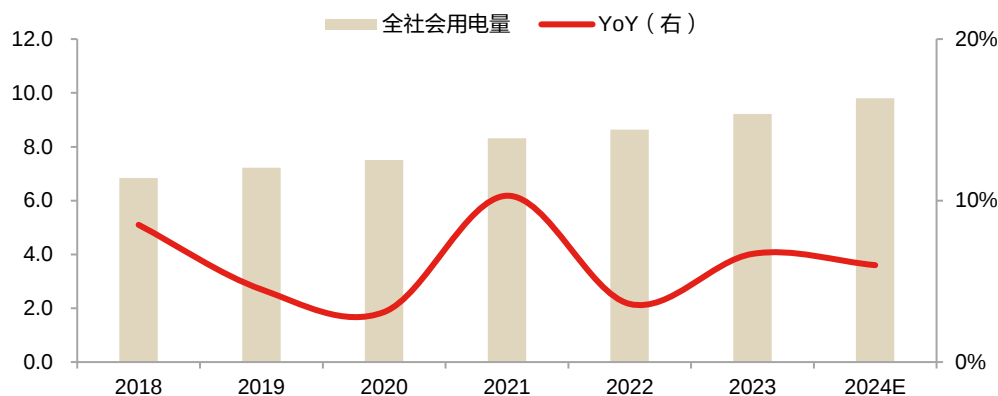
禀赋得天独厚，负荷资源聚合有望拓宽盈利边界。相较于工业园区、商业楼宇等负荷侧资源，充电行为的改变相对容易实现，充电负荷易于调节，因此电动汽车是一种优质的灵活资源，充电运营商凭借自身资源禀赋，通过有序充电、车网互动向负荷聚合商转型是增厚收入利润的重要途径。但负荷聚合商参与不同类型电力市场存在较高准入门槛，当前需求响应市场对负荷聚合商的参与有调节能力下限要求，如广东省需求响应时长要求非直控虚拟电厂聚合响应能力不低于 0.3MW，直控虚拟电厂不低于 $\pm 10\text{MW}$ 。特来电作为充电运营龙头，不仅掌握丰富的优质负荷侧资源，且基于自主研发的充电云平台对充电行为进行全面监控和管理，并通过发挥电动汽车的灵活调节能力进行车网互动，获取调峰辅助服务和需求侧响应等收益。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。公司积极开展经济调度、负荷约束以及调峰辅助服务、需求侧响应等电网互动业务并持续推动电力交易参与规模。2024 年 1-6 月，公司在上海、深圳、江苏、福建等地区参与调峰辅助服务、需求侧响应等电网互动业务，参与规模超过 5 万 kW；公司上半年参与电力市场化交易的电量超过 6 亿度电。

箱变：乘电网建设新风，发、输、用全场景布局稳步发展

国内电网建设景气度延续，海外迎来电力建设新周期

全社会用电需求持续高涨，成为电网投资核心驱动力。根据国家能源局数据，2018-2023 年，全社会用电量持续增长，年均复合增长率为 6.1%；2024 年上半年全社会用电量约 4.7 万亿千瓦时，同比增长 8.1%。工业、交通、建筑等领域碳达峰主要通过电气化来实现，全社会用电量将持续保持较快增长。根据中国电力企业联合会预计，2024 年全年全社会用电量将达到 9.8 万亿千瓦时，比 2023 年增长 6% 左右。

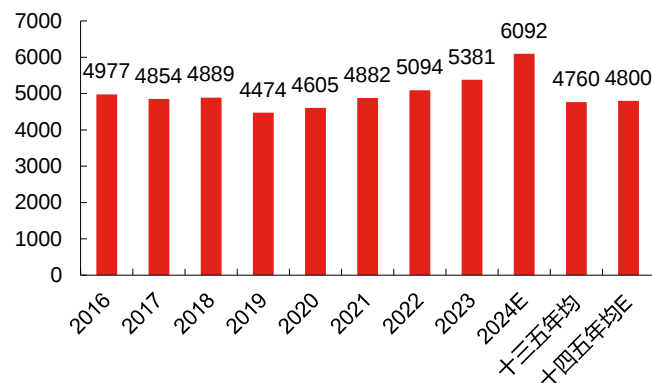
图 26：我国全社会用电量（单位：万亿 kWh）



数据来源：国家能源局，中电联，东方证券研究所

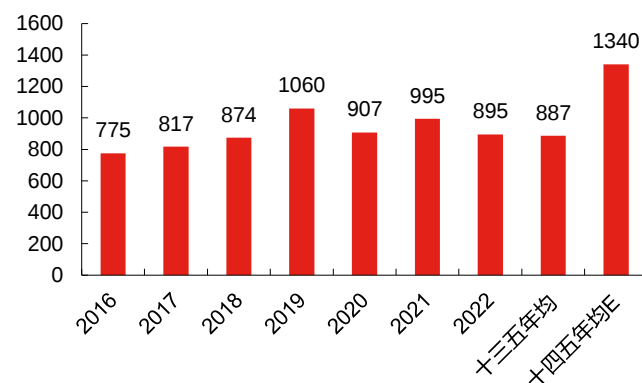
两网投资力度不断加大，电力设备需求加速释放。“十四五”期间，国家电网计划投入 2.4 万亿，大力推进新能源供给消纳体系建设；南网建设将规划投资约 6700 亿元，以加快数字电网和现代化电网建设进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建。国家电网和南方电网“十四五”电网规划投资累计将超过 3 万亿元，将明显高于“十三五”期间电网投资水平。2024 上半年，我国电网工程完成投资 2540 亿元，同比增长 24%，国内电网投资景气度高涨，有望带来电力设备需求的持续增长。

图 27：国家电网投资（单位：亿元）



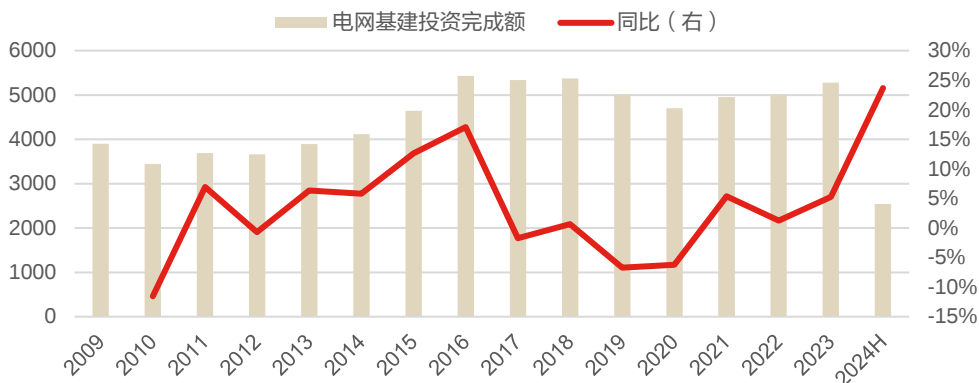
数据来源：国家电网，东方证券研究所

图 28：南方电网投资（单位：亿元）



数据来源：南方电网，东方证券研究所

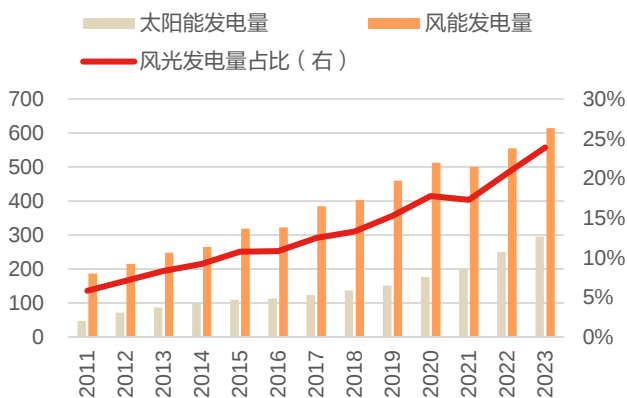
图 29：我国电网基本建设投资完成额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

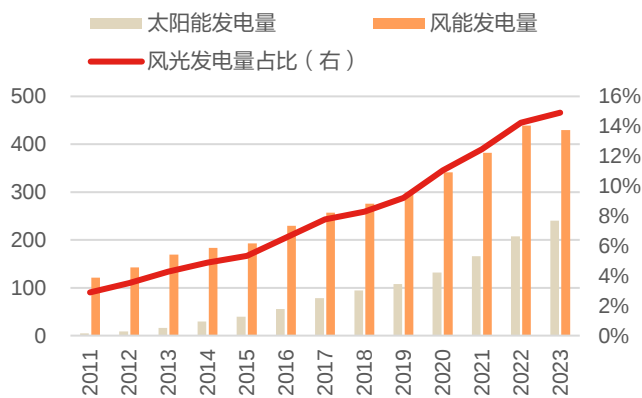
能源转型浪潮席卷全球，欧美国家迈入电网系统建设新周期。欧美等发达国家现有电网系统已有一个世纪历史，老化的电网基础设施无法适应日益增长的电力需求、电动汽车的普及以及分布式发电的增加。欧盟委员会提出《电网行动计划》，拟投入 5840 亿欧元，用于检修、改善和升级欧洲电网及其相关设施。同时，全球能源结构正在发生重大而深刻的转型，新能源在电力系统中的地位日益抬升，发电量占比逐年提高，欧洲和美国 2023 年风光发电量占比分别达到 24% 和 15%，欧美发达国家电网建设需要同时兼顾新能源扩容与老旧设施的维护更新。

图 30：欧洲新能源发电量（单位：万亿 Wh）



数据来源：BP，东方证券研究所

图 31：美国新能源发电量（单位：万亿 Wh）

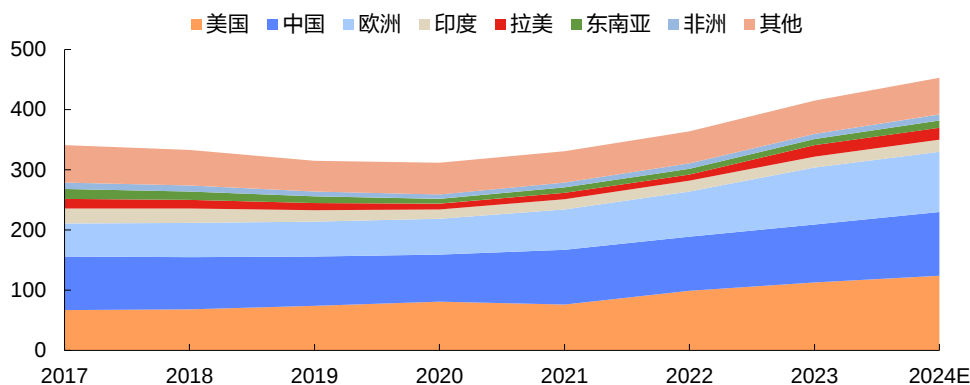


数据来源：BP，东方证券研究所

发展中国家电网建设蓄势待发，有望迎接新一轮投资热潮。诸多发展中国家正处于工业化和城市化的快速发展阶段，电网建设不仅需要满足日益增长的能源需求，还要支持经济增长和社会发展，同时实现环境的可持续性。在大多数新兴市场和发展中国家（EMDE），电网投资落后于发达国家，虽然 2023 年中国以外的 EMDE 能源总投资创下历史新高，增至 2700 亿美元，但这种增长是建立在往年较低投资额基础上的，其 12% 的增长率仍落后于发达经济体和中国 16% 的平均水平。投资规模与发达经济体和中国相比，差距尤为巨大。2024 年，除中国以外的 EMDE 在全球清洁能源投资中的份额预计将保持在 15%~20%，仍远低于联合国发展目标的要求，每年的投资缺口高达 4000 亿美元。与此同时，在印度、巴西、东南亚和非洲等地区已经可以看到新的政策举措、

管理完善的公开招标以及电网基础设施的改善。2024 年，非洲的清洁能源投资将超过 400 亿美元，几乎是 2020 年的两倍。可再生能源的新建与现有基础设施的升级带来电网投资增长，据 IEA 数据，2024 年全球电网和储能投资将达到 4350 亿美元，同比增长 9%。

图 32：全球各地区电网投资额（单位：十亿美元）



数据来源：IEA，东方证券研究所

户外箱变细分龙头，主业根基稳健

公司“智能制造+集成服务”业务以智能箱式电力设备为主。其中，智能制造业务主要包括 10~35kV 箱式变电站和成套开关设备两大类，目前广泛应用于新能源发电、城市配电、轨道交通、工矿企业等领域；集成服务业务以高压预制舱式模块化变电站产品为核心，为客户提供从整站设计到设备集成、安装、调试送电，再到智能运维的一站式 EPCO 服务。

表 3：公司主要箱变产品

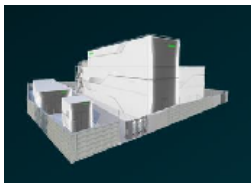
产品类别	产品名称	图示	产品描述	主要应用领域
箱式变电站设备	新能源箱变		新能源箱变产品电压等级为 10~35kV，主要包括低压柜、变压器及高压柜。具备适应高温、高盐雾、高风沙的能力，具有电气性能优、环保性能好、防腐性能强的特点。	光伏、风电、储能等新能源领域
	铁路远动箱变		铁路远动箱变是公司针对铁路供电特点而专门设计的产品，主要包含变压器、环网柜、低压开关柜、自动化装置等部分。结构紧凑，安全可靠，不受外界干扰，能够对信号电源实时监控。	铁路、城际轨道、地铁等交通领域
	智能欧式箱变		智能欧式箱变是公司结合国内外先进技术经验，将环网柜、互感器、变压器、低压开关、无功自动补偿系统、通讯系统、保护系统、UPS 电源及指示仪表等装入密封、防潮、防锈的双层箱体内部，是 10kV 配电系统二次设备一体化的户外装置。	10~35kV 的电网和终端用户

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

成套开关设备	变压器		变压器产品主要包括干式变压器和油浸式变压器。干式变压器采用环氧树脂绝缘，具有难燃，防火、防爆、免维护、无污染、体积小的特点；油浸式变压器采用全真空注油技术，防止内湿气体的产生，确保变压器油、绝缘材料与外部大气隔绝，从而延长变压器的使用寿命。	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
	充气柜		充气柜产品采用 SF6 气体绝缘，额定电压 35kV；采用多气室结构，可有效防止内燃弧发生，具有产品体积小、操作界面人性化、运维便捷的优势。	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		空气柜产品电压等级涵盖 0.4~35kV，采用模块化设计，易于方案扩展，具备防护等级高、连锁可靠、抗腐蚀能力强的特点，并可实现各类智能化方案，满足各场景供电方案。	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、军工、核电、基础建设等领域的电力系统
	环网柜		环网柜产品采用 SF6 气体作为绝缘、灭弧介质，采用模块化设计，可灵活组合扩展；气箱采用不锈钢箱体，激光密封焊接，不受温度和压力影响，可在恶劣环境中做保护和控制用。	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）		高压组合电器采用 SF6 气体绝缘，外型紧凑美观，采用标准化模块设计，可满足不同客户的需求，产品可靠性高，维护方便。	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

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：公司主要集成服务产品

产品名称	图示	产品描述	主要应用领域
预制舱式模块化变电站		结合“标准化设计、工厂化加工、装配式建设”的要求，将变电站一二次设备在工厂内安装调试好装入一个可移动、密封、防潮、防锈的预制舱体内，实现系统集成化、生产工厂化、装配模块化、施工简单化的“四化”电站建设。	新能源（光伏、风电、储能）、电网、交通、石油化工、煤炭、各类用户等领域的电力系统

电力设备租赁



电力设备租赁业务主要提供 110kV 及以下的一二次设备租赁服务。在变电站大修技改、变电站扩容、变电站临时负荷支撑（工业园区临时用电网和工业用户等领域）、季节性负荷高峰（迎峰度夏，迎峰度冬）等场景为用户提供电力设备租赁。

电力工程集成服务

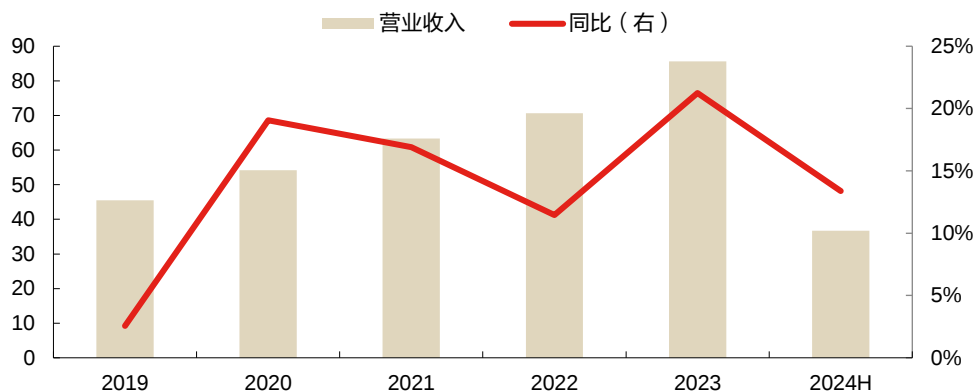


电力工程集成服务可以为客户提供电力工程勘测、电网、交通、新能源设计、电力工程施工总承包、项目管理、节能评估（光伏、风电、储能）、工程咨询等，公司参建项目多次获得鲁班奖、电力工程国家优质工程称号。用户等领域的电力系统

数据来源：公司公告，东方证券研究所

面向发电、输电、用电全场景，服务新型电力系统建设。能源体系转型是实现碳中和目标的关键，构建以新能源为主体的新型电力系统，是支撑我国能源体系转型升级的重要举措。公司凭借在技术、产品、服务等方面的领先优势，在发电侧、输电侧、用电侧持续发力，深耕细作。2024 年上半年，公司“智能制造+集成服务”业务收入规模及盈利水平稳步提升，实现收入 36.74 亿元，较去年同期增长 13.37%；归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，较去年同期增长 44.64%。

图 33：公司电力设备营业收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

发电侧：预制舱切中新能源发电客户需求，份额行业领先。根据国家能源局发布的 2024 年 1-6 月全国电力工业统计数据，截至 6 月底，全国累计发电装机容量约 30.7 亿千瓦，同比增长 14.1%。其中，太阳能发电装机容量约 7.1 亿千瓦，同比增长 51.6%；风电装机容量约 4.7 亿千瓦，同比增长 19.9%。针对新能源发电站的特点和需求，公司创新研发了新能源箱变以及新一代数字化高压预制舱式模块化变电站集成解决方案，通过对变电站一、二次设备及土建工程的全面预制化，有效提升了新能源发电站的建设效率。公司与“五大六小”发电集团建立了长期稳定的合作关系，2024 年上半年，公司在新能源发电领域的中标额较去年同期实现较好增长。其中，在大唐集团框架招标项目中，公司实现预制舱变电站中标量第一名，新能源箱变中标量第二名的成绩。与华能集团的合作中，公司在实现预制舱与新能源箱变连续多年中标的同时，于 2024 年突破性实现了 GIS 高压开关产品的中标。

电网侧：受益于电网投资提速，公司电网侧营收同比高增。2024 年 8 月，国家能源局发布《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》，提出要推动供电薄弱区域配电网升级改造项目，加大老旧小区、城中村配电网投资力度，结合分布式新能源情况有针对性加强配电网建设。公司持续聚焦各类业务场景，围绕变电站全生命周期建设与服务以及配电网升级改造，提供一系列新型电力设备。2024 年，公司在国家电网输变电集采、省网配电协议库存集采等招标采购中持续稳定中标，在南方电网的主网设备招标采购及配网设备招标采购实现规模化中标。同时，公司围绕国家公布的农村电网巩固提升、设备更新改造等政策导向，继续聚焦电网“迎峰度夏供电保障”、“电网末端低电压治理”、“老旧变电站改造”、“城中村改造”等业务场景需求，提供整体电力解决方案，公司的预制舱式模块化变电站、预制舱式智慧配电房等产品在陕西、深圳、山东、四川、江苏、广东、云南等省电网公司广泛落地应用。2024 年上半年，公司电网侧业务实现营业收入 10.07 亿元，同比增长 70.05%，增势强劲。

用电侧：各行业多点开花，战略新兴产业拓展可期。在交通行业，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的地位，2024 年相继中标包银铁路等重大铁路项目，继续深耕铁路市场。在石油煤炭化工行业，公司为油气开采、油气储运、煤炭新建、煤炭智能化改造、化工等各个应用场景的客户提供电力系统解决方案。电池池、新材料、数据中心等新兴高用能企业新工厂园区投资建设对能源供给及电力设备提出了更高的要求，公司凭借自身产品及服务优势为客户快速投产创收提供了高效的高压变电站系统解决方案。公司客户基础稳定且多元化，覆盖国铁集团、中国移动、中国联通、中国石油、中国石化、中国海油、中车株洲、金风科技、比亚迪、阿里巴巴等知名大型企业。

海外战略规划明晰，成长性有望逐步兑现。公司持续推进海外业务布局，电力设备产品已成功落地全球 50 多个国家。2024 年上半年先后完成 33kV 环网柜、中压环保气体柜等国际产品的研发与认证。在海外订单签订方面，较 2023 年同期实现大幅增长，先后中标津巴布韦矿山、印尼红土镍矿等大型海外变配电建设项目。公司借助模块变电方案解决海外客户工期痛点，同时引入智能制造产品，在海外市场将聚焦头部客户，以及新能源、传统能源、新材料等行业领域，并重点布局“一带一路”国家，有望受益于新兴市场经济发展与电力基建的高速发展期。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司箱式电力设备已经取得国内领先的市场地位，“智能制造+集成服务”业务保持稳健增长。分下游行业来看，发电侧，全球新能源发展地区不均衡，部分市场蕴藏较强增长动能，公司海外战略明晰，重心向“一带一路”国家倾斜，有望抓住新兴市场早期高增机会；电网侧，国内电网投资迎来加速阶段，当前国南网招标资源与项目逐渐向头部倾斜，公司龙头优势得以发挥，电网侧业务增长有望略超行业；用户侧，公司下游客户覆盖芯片制造、数据中心、锂电池等战略新兴产业，发展前景良好，同时公司凭借对电网的深刻认知可为客户提供设备之外的更多服务，具较强竞争力。据此我们预计 24-26 年“智能制造+集成服务”整体收入增速分别为 13.8%/12.4%/10.8%，毛利率分别为 22.4%/23.2%/23.2%保持相对稳定。
- 2) 公司电动汽车充电网业务仍处于快速增长阶段，充电桩销售与运营规模将随电动车保有量持续增长，预计 24-26 年收入规模增速分别为 10%/25%/25%，毛利率随运营效率提升与增值服务挖潜而小幅提高，24-26 年分别为 22.0%/23.0%/24.0%。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 6.0%/6.0%/6.0%，管理费用率为 5.6%/5.4%/5.2%，研发费用率为 3.8%/3.8%/3.8%。管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄作用。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
智能制造+集成服务					
销售收入（百万元）	7,042.4	8,560.9	9,746.3	10,958.0	12,145.5
增长率	10.4%	21.6%	13.8%	12.4%	10.8%
毛利率	24.1%	24.3%	22.4%	23.2%	23.2%
电动汽车充电网					
销售收入（百万元）	4,535.1	6,040.8	6,644.9	8,306.1	10,382.7
增长率	48.1%	33.2%	10.0%	25.0%	25.0%
毛利率	19.1%	22.0%	22.0%	23.0%	24.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	52.1	—	—	—	—
毛利率	22.2%	—	—	—	—
合计	11,629.6	14,601.8	16,391.2	19,264.1	22,528.2
增长率	23.2%	25.6%	12.3%	17.5%	16.9%
综合毛利率	22.1%	23.4%	22.3%	23.1%	23.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司为户外箱变与充电运营双龙头，电力设备业务稳健增长，充电网业务已逐步进入收获期，我们看好全球电网投资提速对公司箱变业务的拉动，以及公共充电广阔需求、公司规模优势下充电网业务的盈利弹性。我们选取电力设备头部企业思源电气、许继电气，充电设备企业绿能慧充、永贵电器，以及电力信息化服务商国能日新作为可比公司，结合可比公司 24-26 年平均 PE 为 41/30/22 倍，给予公司 2025 年 30 倍 PE，目标市值为 315.2 亿元，对应目标价 30.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：特锐德可比公司估值水平

公司	代码	最新价格(元) 2024/11/15	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
思源电气	002028	76.40	2.01	2.66	3.30	4.02	38.04	28.76	23.13	19.02
许继电气	000400	29.48	0.99	1.22	1.61	2.01	29.87	24.23	18.28	14.68
绿能慧充	600212	8.78	0.03	0.13	0.22	0.37	351.20	68.97	39.27	24.02
永贵电器	300351	18.30	0.26	0.32	0.40	0.55	70.25	57.10	45.41	33.57
国能日新	301162	41.20	0.84	1.07	1.42	1.84	48.98	38.53	29.03	22.37
	最大值						351.20	68.97	45.41	33.57
	最小值						29.87	24.23	18.28	14.68
	平均数						107.67	43.52	31.02	22.73
	调整后平均						52.42	41.46	30.48	21.80

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

政策变化及补贴持续性风险：若未来充电桩相关政策延续性不够，则公司充电网业务发展可能受到影响；若充电桩补贴减少或中止，公司其他收益可能受到较大影响。

电动车销量不达预期：若新能源汽车销量不及预期，则新能源汽车保有量增速将受到影响，公共充电市场需求将不及预期，可能影响公司充电桩销售以及充电场站的利用率和盈利性。

行业竞争加剧风险：充电运营行业参与者众多，若市场竞争加剧，充电服务费下降，公司充电运营收入及利润将受到影响。

电网投资增速不及预期：若电网投资节奏或金额低于预期，则公司箱变业务业绩增速可能受到影响。

应收账款回收风险：公司应收账款规模较大，若无法及时回收可能造成减值损失。

假设条件发生变化影响测算结果：文中测算基于一定假设条件开展，若假设条件发生变化可能影响测算结果。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,025	2,838	3,278	3,853	4,506
应收票据、账款及款项融资	7,473	8,588	10,081	11,847	13,855
预付账款	271	268	295	347	406
存货	1,404	1,609	1,912	2,221	2,583
其他	2,021	2,014	2,202	2,527	2,896
流动资产合计	14,195	15,317	17,768	20,795	24,244
长期股权投资	1,579	1,621	1,702	1,787	1,876
固定资产	3,216	3,746	4,602	5,423	6,069
在建工程	398	191	265	272	243
无形资产	863	779	733	687	641
其他	1,757	2,223	1,434	1,428	1,428
非流动资产合计	7,812	8,560	8,735	9,597	10,258
资产总计	22,007	23,877	26,503	30,392	34,502
短期借款	2,706	2,431	2,684	3,762	4,491
应付票据及应付账款	6,608	7,735	8,921	10,366	12,053
其他	2,680	2,878	3,721	4,142	4,630
流动负债合计	11,994	13,044	15,326	18,270	21,174
长期借款	1,434	1,454	1,454	1,454	1,454
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,335	1,684	1,042	1,042	1,042
非流动负债合计	2,769	3,138	2,496	2,496	2,496
负债合计	14,763	16,181	17,822	20,766	23,670
少数股东权益	946	1,006	1,049	1,102	1,168
实收资本（或股本）	1,041	1,056	1,056	1,056	1,056
资本公积	3,296	3,233	3,499	3,499	3,499
留存收益	1,950	2,388	3,076	3,968	5,109
其他	12	13	0	0	0
股东权益合计	7,244	7,696	8,681	9,626	10,832
负债和股东权益总计	22,007	23,877	26,503	30,392	34,502

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	249	527	837	1,104	1,416
折旧摊销	478	200	306	361	415
财务费用	238	202	161	190	218
投资损失	(105)	(61)	(81)	(85)	(89)
营运资金变动	(146)	(252)	(599)	(900)	(979)
其它	502	729	398	346	381
经营活动现金流	1,216	1,345	1,022	1,015	1,363
资本支出	(646)	(324)	(1,203)	(1,161)	(1,003)
长期投资	(140)	(41)	(81)	(85)	(90)
其他	(12)	(562)	70	70	74
投资活动现金流	(798)	(926)	(1,215)	(1,177)	(1,019)
债权融资	135	(148)	380	7	8
股权融资	27	(48)	267	0	0
其他	(858)	(343)	(13)	729	300
筹资活动现金流	(696)	(539)	634	736	309
汇率变动影响	1	1	-0	-0	-0
现金净增加额	(278)	(119)	441	575	653

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,630	14,602	16,391	19,264	22,528
营业成本	9,056	11,191	12,744	14,809	17,219
销售费用	665	912	987	1,150	1,340
管理费用	696	824	920	1,042	1,171
研发费用	442	489	621	730	854
财务费用	238	202	161	190	218
资产、信用减值损失	492	660	275	331	366
公允价值变动收益	(16)	(13)	(15)	(15)	(15)
投资净收益	105	61	81	85	89
其他	144	231	218	183	165
营业利润	274	602	967	1,264	1,598
营业外收入	9	17	12	12	12
营业外支出	19	86	100	100	100
利润总额	264	534	879	1,176	1,510
所得税	15	7	42	73	94
净利润	249	527	837	1,104	1,416
少数股东损益	(23)	36	43	53	66
归属于母公司净利润	272	491	794	1,051	1,350
每股收益（元）	0.26	0.47	0.75	1.00	1.28

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.2%	25.6%	12.3%	17.5%	16.9%
营业利润	52.6%	119.8%	60.6%	30.8%	26.4%
归属于母公司净利润	45.4%	80.4%	61.6%	32.3%	28.5%
获利能力					
毛利率	22.1%	23.4%	22.3%	23.1%	23.6%
净利率	2.3%	3.4%	4.8%	5.5%	6.0%
ROE	4.4%	7.6%	11.1%	13.0%	14.9%
ROIC	4.1%	6.6%	8.4%	9.3%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	67.1%	67.8%	67.2%	68.3%	68.6%
净负债率	23.5%	19.5%	19.1%	22.5%	20.7%
流动比率	1.18	1.17	1.16	1.14	1.14
速动比率	1.06	1.05	1.03	1.01	1.02
营运能力					
应收账款周转率	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
存货周转率	6.7	7.2	6.9	6.9	6.9
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.26	0.47	0.75	1.00	1.28
每股经营现金流	1.17	1.27	0.97	0.96	1.29
每股净资产	5.97	6.34	7.23	8.07	9.15
估值比率					
市盈率	88.8	49.2	30.4	23.0	17.9
市净率	3.8	3.6	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	27.6	27.2	19.0	15.0	12.2
EV/EBIT	53.3	34.0	24.2	18.8	15.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。