

投资评级 (推荐)

能链智电 (NAAS.US)

2025 年 03 月 07 日

充电运营服务平台领军者，盈利拐点有望带来大幅估值回升

纳斯达克综合指数 18069.26

目标价 (美元) 3.20
潜在涨幅 178%

市场数据

收盘价 1.15
52 周最高/最低 31.000/1.085
总市值 (万美元) 1585.1
流通市值 (万美元) 419.55

股价相对走势



Naas Technology Inc. 纳斯达克综合指数

资料来源: Wind 资讯、盈立证券

证券分析师

Kwok Keung Chan
SFC 持牌号: BUL892
winson.chan@usmart.hk

首次覆盖能链智电 (NAAS.US)，给予“推荐评级”，目标价 3.20 美元。

中国领先的新能源车充电服务平台正开启庞大市场机会

能链智电是中国领先的新能源车充电服务平台，截至 3Q24，公司覆盖约 115 万根充电枪及 9.6 万充电场站，在公司平台上交易的用户接近 1400 万，约占供给侧供给的 35%，并渗透约 50% 的新能源车车主。公司单季度的充电电量接近 13 亿度，并产生超过 5000 万笔订单，其数据积累有望帮助公司在快速发展的中国新能源车行业中持续保持领先地位。

公司战略聚焦，盈利能力持续提升

公司 2024 年进行战略聚焦，更加明确其轻资产商业模式。业务聚焦后，公司毛利率快速提升，从 4Q23 的 19% 大幅上升至 3Q24 的 57%，Non-IFRS 净利率从 4Q23 的 -525% 大幅上升至 3Q24 的 46%，并提前完成公司实现盈利的指引。随着规模化效应的持续提升，我们预计公司将在 2025 年进一步提升盈利能力，完成从初创企业向基本面成长型企业的蜕变。

AI 时代，公司数据资产变现逻辑开启

庞大的用户群体带来的交易数据为公司提供了 AI 时代宝贵的数据沉淀。公司持续投入研发，并建立 NEF (NaaS Energy Fintech) 系统，该系统所建立的模型有望帮助公司 1. 通过智能定价提升服务费价格弹性并建立更具粘性用户群体，2. 通过智能监控与选址帮助充电场站投资方提升资产运营效率，3. 通过实时电力消纳负载模型协助监管机构对电网进行削峰平谷。我们认为 2025 年，随着新能源车的快速普及，以上场景中的商业价值也将得到快速体现。

估值逻辑切换，具备较大提升空间

公司有望在 2025 年实现全年盈亏平衡，进而从初创公司验证商业模式的 P/S 估值体系切换至基本面成长型公司的 P/S，PEG，及 P/E 的综合估值体系。伴随行业快速扩张及公司稳定的行业地位，我们预测公司 2024-26 年收入 1.83 (扣除未持续业务) /2.29/3.60 亿元，并在 2025 年年中稳定实现盈利，结合公司美股同业公司估值，我们给予公司 2025E 1.4x P/S 估值，目标价 3.20 美元及“推荐”评级

风险提示：宏观经济恢复不及预期；行业竞争加剧；利率波动；行业法规变化；公司拓展业务受阻。

正文目录

一、能链智电：中国充电服务平台领军者，轻资产运营模式乘势而起..... 3

二、充电市场供需快速增长，公司规模化进入快车道 4

三、公司 2024 年战略聚焦，轻资产模式轻装上阵..... 6

四、市场竞争格局改善，公司议价能力持续提升 8

4.1 上游分散化，公司议价能力提升..... 8

4.2 同业竞争趋缓，过去三年行业洗牌进入尾声..... 9

4.3 新能源车企渗透低线城市，推动私家车发展，智能定价模型助力公司竞争力提升 9

五、AI 数据掘金，数据资产变现逻辑开启..... 10

六、能链智电估值逻辑切换，具备较大提升空间 11

风险提示 11

图表目录

图 1：公司发展历程 3

图 2：公司连接的充电站及充电枪数..... 4

图 3：公司总充电量（亿度） 4

图 4：公司搭建了连接电动汽车用户与充电站的共赢生态 4

图 5：中国新能源车销量及保有量..... 5

图 6：中国充电基础设施发展情况..... 5

图 7：公司毛利率 6

图 8：公司毛利润（百万元） 6

图 9：公司在电动汽车充电交易中的费用分配与收益模式..... 7

图 10：公司毛扣点率（Gross Take Rate） 7

图 11：公司净扣点率（Net Take Rate） 7

图 12：公司补贴强度 8

图 13：公司能源 AI 的数据获取渠道及业务应对方案 10

一、能链智电：中国充电服务平台领军者，轻资产运营模式乘势而起

能链智电（NASDAQ: NAAS）成立于 2019 年，于 2022 年 6 月在美国纳斯达克上市，中国充电服务第一股。公司总部位于浙江安吉，为充电运营商及新能源车车主提供充电解决方案及非电增值服务，同时服务于数字地图供应商、主机厂等生态合作伙伴，已成为中国规模最大的新能源车充电运营服务商之一，并致力于成为全球新能源充电运营服务的领导者。

图 1：公司发展历程



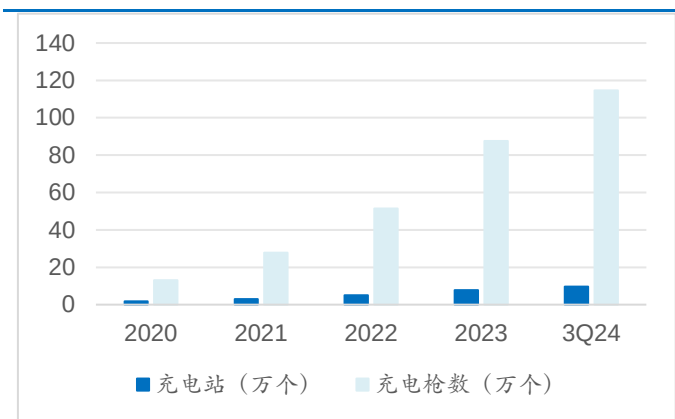
资料来源：公司官网、盈立证券

公司领先的行业地位可以集中体现在：

截至 2024 年 Q3，公司的累计交易用户数量超过 1300 万，交易用户数单季度同比增长 34%，接近 3Q24 年新能源车保有量 2800 万的 50%。

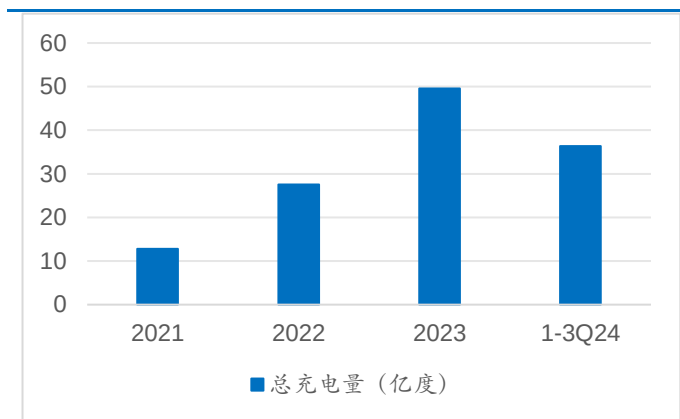
截至 2024 年 Q3，公司链接的充电站数量达到 9.6 万个，充电枪数量达到 115 万根，相比于中国充电联盟统计的 2024 年底 23 万个充电场站和 358 万根充电枪，市场渗透率达到 30%-40%，截至 2024 年 Q3，公司前三季度累计充电量超过 36 亿度，完成充电订单超过 1.5 亿单。公司建立的完善的生态系统，与主要的支付渠道商、地图厂商、头部车企均建立了合作协议，稳固了自身在产业链中的核心地位。

图 2：公司连接的充电站及充电枪数



资料来源：公司财报、盈立证券

图 3：公司总充电量（亿度）



资料来源：公司财报、盈立证券

公司作为“行业的连接器”，依托全面的充电服务生态建设和数字化能力，为广大新能源车主提供充电选站及支付服务，并帮助充电场站提升运营效率及盈利能力。

图 4：公司搭建了连接电动汽车用户与充电站的共赢生态



资料来源：公司官网、盈立证券

经过公司 2024 年的战略调整与聚焦，公司当前主要业务板块为充电服务：公司提供第三方充电服务平台，连接用户和充电场站，并在交易中获得交易分成。其商业模式与成熟的电商、外卖、出行、差旅平台相似，公司在信息不对称且信息维度较高的充电服务领域提供了便捷的交易平台，让用户省钱、省心、省力，并帮助充电场站提供用户流量，提升场站运营效率，增强其回报能力。

此外，公司还前瞻性地布局了虚拟电厂，数字化充电运营智能解决方案和自动充电机器人等新业务，锚定未来能源系统数字化和无人驾驶下智慧补能和储能蓝海市场。

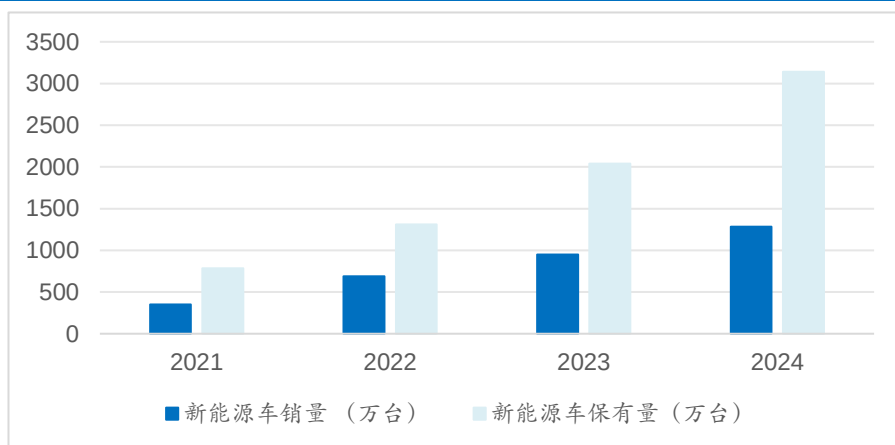
二、充电市场供需快速增长，公司规模进入快车道

截至 2024 年，中国新能源汽车保有量持续领跑全球市场。根据中国汽车工业协会（CAAM）数据，2024 年年底，全国新能源汽车保有量已突破 3140 万辆，同比增加

1282 万辆，占汽车总保有量的比例 8.9%。这一增长得益于政策支持、技术进步及消费者接受度提升，其中纯电动汽车（BEV）占比约 70%，插电式混合动力（PHEV）及燃料电池汽车（FCEV）逐步扩大份额。

展望 2025 年，国务院《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出，2025 年新能源汽车销量占比目标为 25%，对应保有量预计有望突破 4500 万辆，接近 5000 万辆。其中，电池价格回落、智能化技术普及以及国家“双碳”政策支持，有望加速行业发展，更快实现新能源车车辆普及。

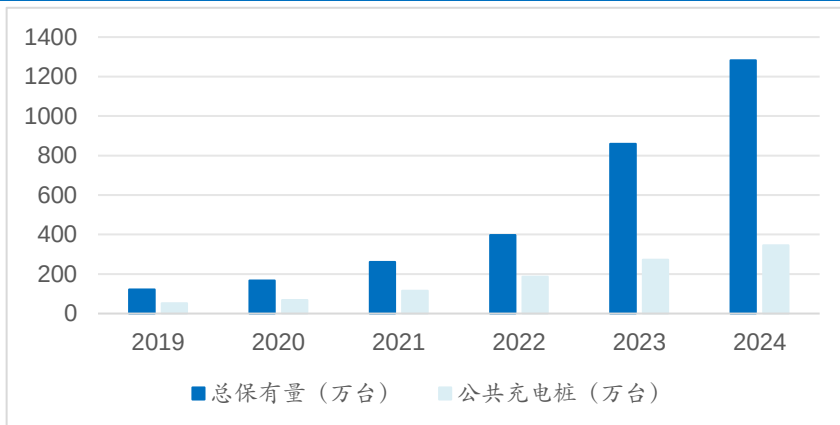
图 5：中国新能源车销量及保有量



资料来源：Wind、盈立证券

伴随新能源车快速普及，汽车补能的基础设施也不断完善，截至 2024 年，中国新能源汽车充电服务市场已形成“车桩协同”发展格局，成为全球规模最大、产业链最完整的充电网络。根据中国充电联盟（EVCIPA）数据，2024 年底公共充电桩数量达到近 358 万台，其中直流充电桩 164 万台，交流充电桩 194 万台。市场呈现三大特征：一是快充技术普及，120kW 以上超充桩占比超 40%；二是场站建设主体持续多元化，其中包括民营企业、地方投资基金、国企央企、小微企业及个人投资者；三是多元化场景扩展，光储充一体化、社区共享充电等模式加速落地。根据国家能源局 2024 年上半年新能源车充电 513 亿度测算，2024 年新能源车充电量有望突破 1100 亿度，同比增长 50%。

图 6：中国充电基础设施发展情况



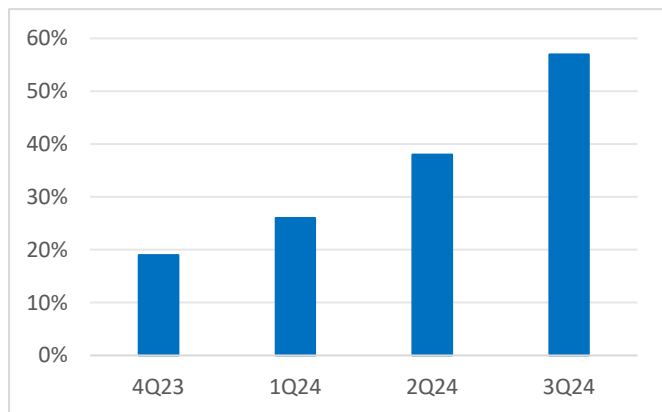
资料来源：Wind、盈立证券

公司是新能源车充电的先行者和领导者，其充电服务网络遍布国家 300 多个城市，并实现了约 50% 的车主用户覆盖和~35% 的充电场站覆盖。其庞大的充电网络，满足广大车主充电需求，并为充电场站运营方带来可持续的优质客户流量。公司 2022/2023/2024 前三季度，充电量达到 28 亿/50 亿/36 亿度电，已经成为行业中举足轻重的充电服务平台。

三、公司 2024 年战略聚焦，轻资产模式轻装上阵

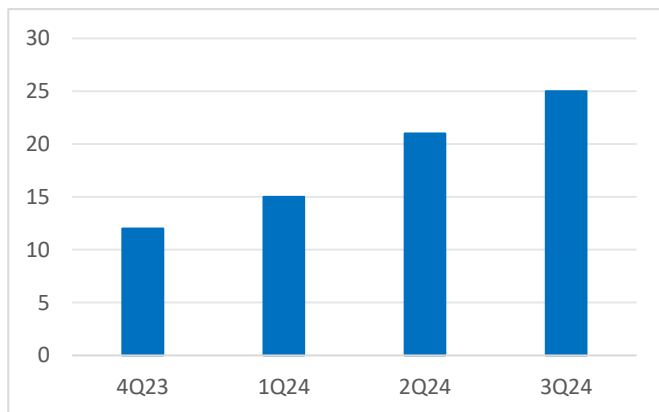
公司根据行业发展特点及公司自身资源禀赋，在 2024 年年中做出了重要战略调整，并聚焦于其优势的轻资产运营业务——充电服务业务。商业增长路径变得更加明确与清晰。在最新的 2024 三季度业绩中，充电服务业务收入贡献超过总营收的 95%，同时毛利率持续提升，毛利率从 2023 年四季度的 19% 提升至 2024 年三季度的 57%，以毛利润为指标，公司毛利润从 2023 年四季度的 1200 万元稳步提升至 2024 年三季度的 2500 万元，公司盈利能力持续稳步提升。

图 7：公司毛利率



资料来源：Wind、盈立证券

图 8：公司毛利润（百万元）



资料来源：Wind、盈立证券

公司充电服务商业模式可以总结如下：

1. 当前车主用户在公共充电场站充电的平均价格约为 1 元人民币/度；
2. 充电费用中，约 60% 为电费，通过场站运营方与电网进行结算；剩余约 40% 为充电服务费；
3. 公司与场站运营方进行商业合作，对公司平台引入的充电用户进行充电服务费分成，充电服务费中约 40% 部分（即总充电费用的约 16%）将成为公司平台分成，剩余约 60% 为场站运营方获得用以支付场地租金、设备折旧和留存收益；
4. 公司根据市场竞争态势进行用户补贴，以此获得新用户的加入和老用户的持续复购。

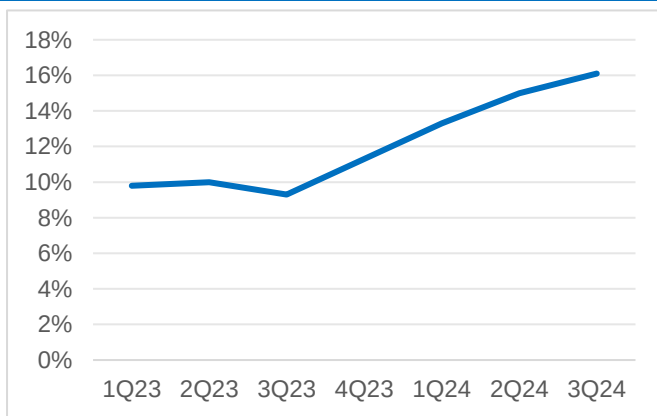
图 9：公司在电动汽车充电交易中的费用分配与收益模式



资料来源：公司官网、盈立证券

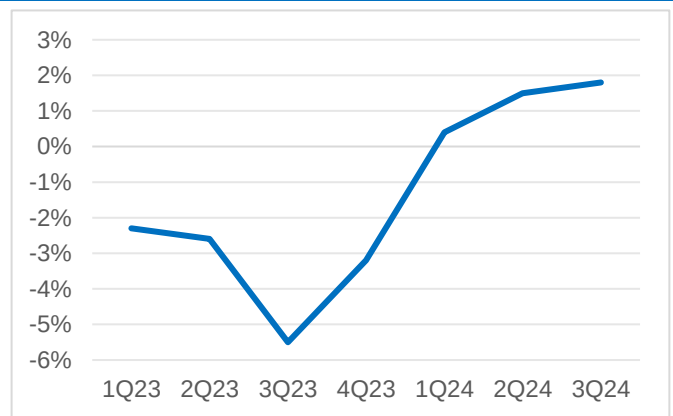
其中公司平台与场站运营方协议的分成占总流水的比例称为毛扣点率（Gross Take Rate, GTR），公司通过相应策略，对用户补贴后，所获得的净收益与总流水的比例称为净扣点率（Net Take Rate, NTR）。

图 10：公司毛扣点率（Gross Take Rate）



资料来源：Wind、盈立证券

图 11：公司净扣点率（Net Take Rate）



资料来源：Wind、盈立证券

根据公司披露的年报，结合以上商业模式，综合我们对市场的分析，公司的收入将由以下几个因素驱动，包括新能源车保有量、充电频次、公共充电比例、充电平均价格、公司分成比例、公司盈利订单比例、公司补贴强度。

其中新能源车保有量持续快速增长，2025 年有望保持 30% 以上快速增长；

充电频次随着大众对里程焦虑的持续下降和纯电车占比持续提升，有望持续稳步提升；

公共充电比例受到中国电网基础设施的分布特点的影响，有望维持较高水平；

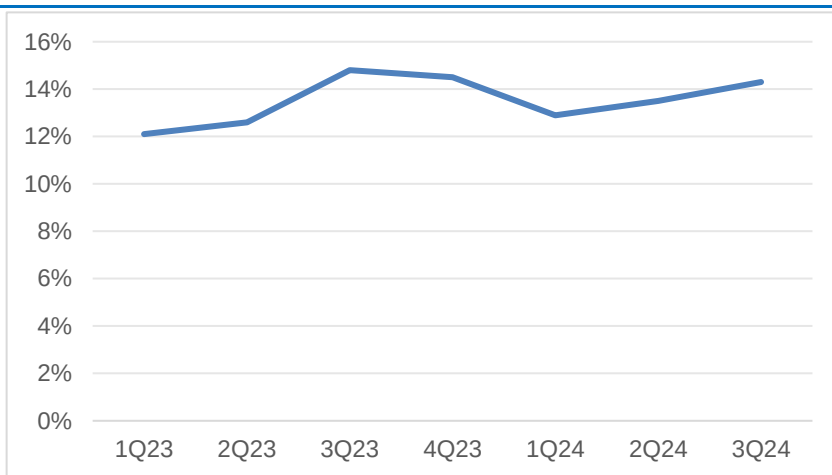
充电平均价格在过去三年中保持稳定，均价维持在 0.9-1.0 元/度水平，但鉴于全国持续推进电价改革，且对比欧美发达国家价格，仍处较低水平，我们认为充电价格仍有上行空间；

公司分成比例从 2023 年平均 10% 水平持续提升，至 2024 年三季度 16.1%，显示了公司平台流量的稀缺性；

公司盈利订单比例根据公司披露的季报信息，处于持续提升中，在 2024 年二季度接近 70%，而三季度继续上升达到历史高点 73%；

公司补贴强度，由于公司谨慎的确收规则，公司营收仅确认盈利订单中扣除用户补贴的分成部分，因此控制补贴强度不光对公司利润贡献明显，也对收入确认有所帮助。根据公司财报，2023 年三季度补贴强度达到 14.8% 的近期历史峰值，此后保持稳定并小幅下降，2024 年二季度和三季度分别为 13.5% 和 14.3%；

图 12：公司补贴强度



资料来源：公司财报、盈立证券

以上商业模式的优势在于其互联网规模化效应。总体而言，增长驱动因素整体呈现稳步提升趋势，而补贴营销费用呈现稳步下滑趋势，此外边际成本有望借助运营杠杆效率持续下降。

四、市场竞争格局改善，公司议价能力持续提升

公司作为充电运营服务商，是上游充电场站与下游广大车主充电消费者的重要链接。通过行业数据及公司披露的数据，我们观察到整个行业进入了更加良性发展的趋势，能链智电所提供的价值也在持续提升。

4.1 上游分散化，公司议价能力提升

充电场站运营商（资产持有方）正处于一个快速建设周期，但增速有所回落，根据中国充电联盟数据，2024 年底，公共充电桩共计 273 万根，同比增长 31%，新增充电桩 85 万根，较 2023 年下滑 8%。

根据公开数据，我们测算，公共充电站业主主要分为三大一小共 4 类，其中 1. 连锁民营

品牌，如特来电等，约占整体市占率的 30%，2. 国企及地方城投机构约占整体市占率的 30%，3. 民营中小企业及私人投资约占整体市占率的 35%，4. 车厂 OEM 投建的充电站约占整体市占率的 5%。由此可知，上游供给市场相对较为分散，并且市场化水平较加油站市场更加开放。

随着上游供给的持续增长，公司为场站提供的引流价值持续提升。公司所披露的历史毛扣点率（GTR），从 2023 年的约 10% 水平持续提升至 2024 年第三季度的 16.1%，说明了公司在与充电运营商谈判时议价能力的提升。

4.2 同业竞争趋缓，过去三年行业洗牌进入尾声

公司主要的对标友商仅有朗新集团(300682.SZ)旗下的新电途，根据公开数据，公司与新电途的充电电量接近（2024 年上半年均为 25 亿度左右），同时朗新集团显示 2024 年上半年旗下新电途净亏损约为 2000 万元，同比收窄 1000 万元。假设其充电服务收入与能链智电接近，其净利润率约为-20 至-30%，同比持续收窄。该趋势说明，行业两大头部企业已进入稳态竞争格局。

同时，通过搜索，我们发现在过去两年中充电聚合平台的融资新闻较少，且并无新玩家登陆资本市场，因此，我们推断充电聚合服务平台行业进入了洗牌期，地方性或规模较小的玩家因为没有达到足够的规模效应将很难盈利，并逐渐退出充电服务市场。

4.3 新能源车企渗透低线城市，推动私家车发展，智能定价模型助力公司竞争力提升

随着新能源车企持续推出吸引消费者的新能源车产品，新能源车的普及在持续加速，如前所述，根据中国汽车工业协会统计，2024 年新能源车销量达到 1287 万辆，其保有量已达到 3140 万辆。随着车企端持续创新，我们认为 2025 年中国新能源车销量有望持续提升，全年新能源车保有量将提升至 4700-4800 万辆。

同时我们发现消费者出现以下消费趋势：1. 尽管在新能源车购买上更倾向于插混车型，但在实际使用过程中，出于成本考虑，大部分用户优先用电，用油多是为减轻长途出行中的里程焦虑而准备，因此对电力补能需求增加；2. 新能源车随着技术水平提升和续航能力提升，在北方市场和下沉市场的渗透率逐渐提升；3. 新能源车高端车型和家用车型不断推陈出新，消费主体从运营车辆向私家车持续普及。

上述趋势有望增加新能源车充电频次，单次充电量，降低用户的价格敏感性。这些变化均有望帮助能链智电所在的充电服务行业提升价值量。

能链智电所展示的补贴强度数据也印证了我们的判断，根据公司财报，2023 年三季度补贴强度达到近期历史峰值的 14.8%，此后保持稳定并小幅下降，并于 2024 年二季度和三季度分别为 13.5% 和 14.3%。这说明公司以更小的代价完成了获取新客和留存老客的营销工作，进一步验证了其市场竞争力的提升。

通过智能定价模型，能链智电能够更精准地匹配用户需求，优化运营效率，从而在新能源车充电服务市场中持续提升竞争力。随着新能源车市场的进一步扩展，能链智电有望在行业中获得更大的市场份额和更高的价值回报。

五、AI 数据掘金，数据资产变现逻辑开启

在快速发展的新能源车充电行业中，供需匹配效率不高成为行业发展和效率进一步提升的关键瓶颈，引入 AI 进行产业链优化就成为必然选择。

图 13：公司能源 AI 的数据获取渠道及业务应对方案



资料来源：公司官网、盈立证券

坐拥庞大交易体量，每 6 秒完成一单充电服务的能链智电成为了数据挖掘利用的先行者。公司保持研发投入，建立起 NEF（NaaS Energy Fintech）系统，通过深度挖掘交易数据，并匹配以公共机构数据、充电站运营商数据、数字地图运营商和第三方数据提供方数据建立起了一系列大数据模型和数据产品服务能力。

在 To B 端（场站运营和业主方），这些数据模型建立起了全国 5km 颗粒度的充电服务数据网格，在每个网格中，NEF 系统可以分析本地化供需结构，可以帮助充电场站进行用户导流、精准推广、软硬件实时运营监测等服务，针对充电场站业主方实现了从选址规划到运营运维的全方位辅助。

在 To C 端（新能源车主），NEF 推出个性化用户解决方案，推出基于用户数据的会员体系，能有效的提升用户的粘性和交易频次。此外，NEF 有望推出智能定价服务，持续优化收入与补贴结构，提升公司营销的精确度，增加公司盈利能力。

同时，基于 NEF 平台，公司建立了全方位的生态合作体系。包括

1. 头部车企，公司与众多主流车企签订了合作协议，（包括比亚迪、一汽大众、极氪等）提供的服务包括车机系统中充电服务 App 的数据合作及 App 开发，同时也帮助多家车

企所建立的充电站提供流量导入服务，改善车企充电场站运营效率；

2. 数字地图厂商，公司与三大主流数字地图平台（高德、百度、腾讯）展开合作，为图商提供底层充电场站数据，并通过图商引流完成交易；

3. 公共监管部门，公司于 2023 年 12 月公告中标，并于 2024 年 7 月完成建立浙江省充电监管平台，该平台有望帮助公司切入快速成长的虚拟电厂业务，帮助电网在新能源车充电领域实现更加灵活的电力调配和削峰平谷。

六、能链智电估值逻辑切换，具备较大提升空间

随着公司于 2024 年中开始战略聚焦，公司运营效率持续提升，帮助公司毛利率及 Non-IFRS 净利率持续提升。随着公司进一步扩张，公司盈利能力有望持续释放。

鉴于公司所处快速成长的新能源车赛道，趋于平稳的竞争态势，公司稳固的行业地位，AI 技术带来的潜在运营效率提升空间，我们预估公司 2025-2026 年收入为 2.29 亿元/3.60 亿元，毛利率持续提升至 68%/71%，同时运营杠杆率帮助公司减少运营费用，帮助公司于 2025 年三季度实现单季度 Non-IFRS 盈利和 2026 年全年 Non-IFRS 盈利，包含股权激励费用后，预测公司 2025/2026 年净利润为-0.34/0.16 亿元。

伴随盈利能力的持续提升，公司将从初创公司验证商业模式的 P/S 估值体系切换至基本面成长型公司的 P/S，PEG，及 P/E 的综合估值体系。因此，根据公司所处发展阶段和同业美股公司（如 EVGO，Blink，Wallbox，ChargePoint 等）整体估值水平，我们给与公司估值为 2025E P/S 1.4x，目标价 3.20 美元/ADS。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；行业竞争加剧；利率波动；行业法规变化；公司拓展业务受阻。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准的表现为标准：

- 推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%
- 持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于±5%之间
- 审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

公司长期评级

- A：公司长期成长性高于行业可比平均水平
- B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当
- C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10%以上
- 中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数±5%之间
- 审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数-10%以上

免责条款

重要声明

本报告由盈立证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商（中央编号：BJA907），香港交易所参与者，持有第 1/4/6/9 类受归管活动牌照，严格遵循《证券及期货条例》，为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析及投资意见基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考，并非作为所述证券买卖的出价。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的相关研究报告。

除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归盈立证券有限公司所有，本公司保留所有权利。未经书面许可，任何机构及个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照，即就证券提供意见。在此申明，分析师本人秉持勤勉的职业态度，对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有，未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。