

特锐德（300001）

如何展望特来电运营的盈利弹性？

证券研究报告

2025 年 04 月 12 日

投资评级

行业	电力设备/电网设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.88 元
目标价格	32.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,055.69
流通 A 股股本(百万股)	1,027.95
A 股总市值(百万元)	24,154.23
流通 A 股市值(百万元)	23,519.41
每股净资产(元)	6.54
资产负债率(%)	67.12
一年内最高/最低(元)	26.25/17.06

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《特锐德-半年报点评:利润翻倍，韧性和成长性兼备》 2024-09-25
- 《特锐德-首次覆盖报告:箱变系风光的后周期，特来电系新能源汽车的后周期》 2024-06-21

行业端：我们预测充电服务费涨价或在 2025 年落地

1) 24 年已发生数据：国内新能源车保有量同比+54%，公共桩充电电量同+53%，对应单车年充电量 1775KWh，同比持平（混动占比提升（混动/增程 22-24 年占比分别为 20%/24%/30%）/私家车占比提升均未影响公共充电的年均充电量水平）。

2) 25 年后充电桩的使用率和服务费有望小幅提升：主要是基于 24 年新建设的公共桩 85.3 万台，同比-8.2%，新桩建设规模低于车的增量，对应 25 年的公桩使用率有望提升，拉动服务费涨价。

公司端壁垒：客户端把握国央企优质客户&产品端充电调控、预测

1) 客户资源端：公司是地方国央企优选的充电运营服务品牌商（基于特来电的桩品质好，更安全可靠，售后检测服务更完善），公司建立 270+合资公司（远超竞对），我们认为或有望优先与地方公共车队合作。且地方政府平台手中握有优质场地资源，助力特来电占据国内大部分充电运营市场份额；

2) 产品端：公司发布了国内首个推出面向充电数据分析的大模型，大模型可结合使用率数据调控、预测、调度，提升运营侧的盈利水平；

预计 25 年运营端盈利改善，26-27 年利润加速释放

核心假设：

1) 从重资产场站投建往轻资产运营转型（依靠客户资源优势），增加平台费收入和增值服务收入，毛利率可达 70%；

2) 销售/管理/研发运维人员的规模效应，增加人均产出，摊薄成本（公司内部持续提效）。

按 27 年自有场站度电利润 0.04 元（服务费 10%净利率），非自有场站度电利润 0.02 元（平台费 50%净利率），27 年运营端盈利有望达 5 亿元。

投资建议

25 年我们假设特来电 4.44 亿利润，公司未来 3 年利润复合增速有望达 50%+，按 50X 估值对应 222 亿，上市公司持股 78%对应 173 亿。主业 25 年 10 亿利润，按 17X 估值对应 170 亿，合计 343 亿，目标价 32.5 元。维持“买入”评级。

风险提示：电网投资不及预期；新能源车销量不及预期；行业竞争加剧的风险；政策变化风险；测算具有主观性风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,629.64	14,601.77	17,477.82	20,928.50	24,812.49
增长率(%)	23.18	25.56	19.70	19.74	18.56
EBITDA(百万元)	1,980.90	2,356.26	2,376.48	2,921.10	3,677.16
归属母公司净利润(百万元)	272.20	491.15	825.23	1,195.35	1,718.44
增长率(%)	45.43	80.44	68.02	44.85	43.76
EPS(元/股)	0.26	0.47	0.78	1.13	1.63
市盈率(P/E)	88.74	49.18	29.27	20.21	14.06
市净率(P/B)	3.84	3.61	3.21	2.87	2.48
市销率(P/S)	2.08	1.65	1.38	1.15	0.97
EV/EBITDA	8.51	9.17	10.08	8.25	6.53

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 充电产业需求稳健增长，盈利空间向好	4
1.1. 新能源车与充电量齐增，市场需求稳健上扬	4
1.1.1. 新能源车保有量高速增长，充电产业协同发展	4
1.1.2. 公共车辆电动化全面部署，新能源商用车充电成为新蓝海	4
1.1.3. 混动、私家车占比结构增加，充电需求依然保持稳定。	5
1.2. 市场集中度高，市场竞争多元激烈	6
1.2.1. 充电桩市场集中度高，头部企业占据主导地位。	6
1.2.2. 车企与科技企业积极布局超充网络	7
1.3. 新桩建设规模滞后，市场空间增加	7
1.4. 盈利前景向好	7
1.4.1. 充电桩使用率提升带动服务费上涨	7
1.4.2. “光储充”一体化电站模式有望增强盈利能力	8
2. 特来电在市场中的竞争优势较大	8
2.1. 客户资源壁垒较高，处于行业领先地位	8
2.1.1. 特来电具有庞大的充电网络 and 用户基础	8
2.1.2. 特来电与地方相关平台进行深度的合作	8
2.2. 产品技术实现大幅度突破，引领行业发展	9
2.2.1. 国内首家推出基于近全量车型充电大数据的电池安全大模型	9
2.2.2. 特来电在充电网技术领域具有先进的技术支持	9
2.2.3. 特来电的技术创新积极响应政策号召，顺应时代发展	10
2.3. 运营模式不断创新，客户资源具有优势	11
2.3.1. 运营模式创新：从重资产投建到轻资产运营	11
2.3.2. 合作模式与客户资源的优势	11
3. 特来电财务与盈利前景向好	12
3.1. 轻资产运营模式助力盈利提升	12
3.2. 盈利前景向好	12
3.2.1. 从重资产场站投建往轻资产运营转型	12
3.2.2. 销售/管理/研发运维人员的规模效应	12
3.3. 长期盈利潜力不断提升	13
3.3.1. 新能源汽车保有量增长	13
3.3.2. 业务创新与盈利边界拓展	13
4. 投资建议	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 投资价值	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：新能源车保有量稳定高速增长	4
-------------------	---

图 2：公共电基础设施充电量增长态势与新能源车趋同	4
图 3：混合动力汽车保有量占比连年增加	6
图 4：公共充电桩数量保持增长	6
图 5：单车年充电量保持稳定且呈增长趋势	6
图 6：私人电桩保有量增速远超公共电桩	7
图 7：公共电桩增量回落	7
图 8：2024 年特来电的公共充电桩数量遥遥领先	8
图 9：特来电合资共建公司数量逐年增加	9
图 10：特来电与各类大平台共享流量	9
图 11：电池安全大模型具有可监视、可预警、可控制、可追溯功能	9
图 12：电池安全大模型在产品应用方面具有更广阔的用途	9
图 13：大模型具有高精度的预测速度以及预测率	10
图 14：虚拟电厂调控大模型具有完善的运转模式	10
图 15：V2G 产品工作原理	10
图 16：车网互动与能源交易系统具有完善的运行架构	11
图 17：系统可以揭露各种交易品种	11
图 18：特来电 2023 年成功扭亏为盈	12
图 19：特来电超充车型新增上市数量（单位：万辆）	13
图 20：特来电超充车型销售占比	13
图 21：V2G 产品工作原理	13
图 22：特来电 25 年展望 4 亿盈利，27 年展望 10 亿+	14
表 1：主流车型电池参数及续航里程	5
表 2：2024 年各分类项目 TOP5 充电运营商占主体市场份额	6
表 3：可比公司估值（截至 4 月 11 日收盘）	15

1. 充电产业需求稳健增长，盈利空间向好

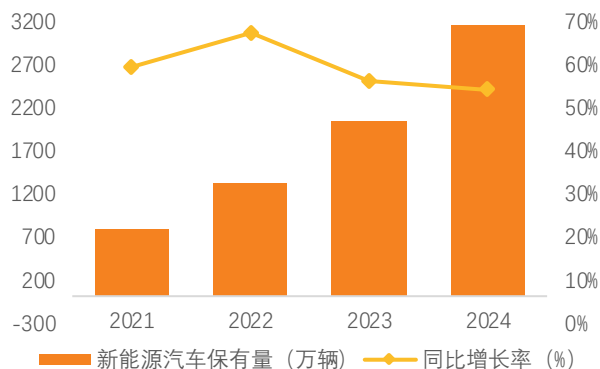
1.1. 新能源车与充电量齐增，市场需求稳健上扬

1.1.1. 新能源车保有量高速增长，充电产业协同发展

2024 年新能源车保有量大幅增长，充电需求持续攀升。2024 年新能源汽车保有量为 3140 万辆，同比大幅增长 53.85%。新注册登记的新能源汽车 1125 万辆，相比去年增长 50% 以上，新能源车的高速增长带动充电需求的持续攀升。2025 年财政部发布的《关于提前下达 2025 年节能减排补助资金预算的通知》，下达 98.86 亿元高额补贴，新能源汽车保有量有望进一步大幅增长，带动充电量增长。

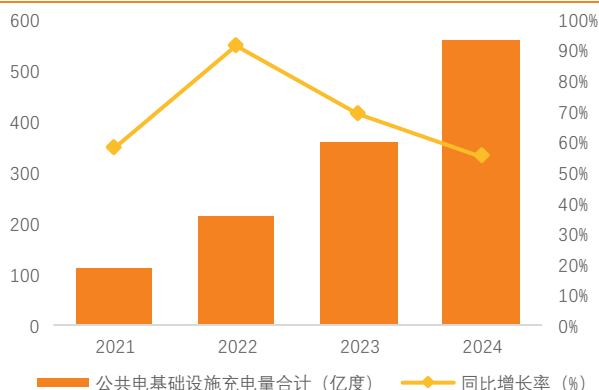
公共桩充电量与新能源车保有量增长态势相符，产业协同可持续性发展。与新能源汽车保有量增长趋势一致，公共电桩充电量同样保持高速大幅增长。2024 年公共电桩充电量同比增长 54.99%，与新能源汽车保有量增长同比基本持平，产业协同进步，具备可持续发展的基础。

图 1：新能源车保有量稳定高速增长



资料来源：中国公安部官网、天风证券研究所

图 2：公共电基础设施充电量增长态势与新能源车趋同



资料来源：中国汽车质量网、中国充电联盟公众号、天风证券研究所

1.1.2. 公共车辆电动化全面部署，新能源商用车充电成为新蓝海

商用车新能源化亟待提速。2024 年我国新能源商用车国内销量 53.2 万辆，市场渗透率 17.9%，远低于新能源乘用车 47.6% 的市场渗透率。由于使用场景复杂、经济性要求高和“补能焦虑”等原因，商用车新能源化推广进度缓慢。

商用车向新能源转型是大势所趋。随着技术不断进步和电池成本的逐步降低，新能源商用车凭借其环保、节能、高效的优点，将成为替代燃油车的主力军。在“双碳”目标指引下，新能源商用车市场渗透率有望持续提升。在第五届世界新能源汽车大会上，中国汽车工程学会监事长、会士、商用车碳中和协同创新平台专家委员会主任李开国表示，随着新能源商用车购置及使用成本下降、基础设施建设进一步完善，新能源商用车市场渗透率将持续提升，预计 2025 年渗透率将突破 15%，以充电技术路线为主；至 2030 年、2040 年，市场渗透率分别提升至 30%、75% 左右。

新能源商用车补能需求大。相较于乘用车，城市公交等商用车行驶里程长、使用频率高，新能源商用车用电量及充电频率都超过乘用车，充电换电需求较大。当前新能源商用车充电出现供不应求的供需不平衡问题，我们认为，公共电基础设施的建设完善、专用站和换电站的进一步布局建设有望拉动新能源商用车进一步推广，反向刺激补电需求，推动充电产业盈利发展。

表 1：主流车型电池参数及续航里程

车辆类型	使用场景	车辆型号	电池包容量	续航
商用车-公共领域	城市公交	LCK6116EVGA	350.07kWh	450km
	公路营运	XMQ6129IYBEVL	207kWh	450km
	团体通勤	XMQ6821CYBEVL	139kWh	350km
	市政环卫	JB5030TXSBEV	45.360kWh	60-80km
商用车-中重卡物流	城市物流	DFA5030XXYMBEV1	41.86kWh	220km
	倒短运输城际	SYM42503S1BEV	282.62kwh	260km
	物流干线物流	ZKH3310P6BEV	422.85kwh	325km
乘用车	家用通勤	秦 2021 款 EV 标准版	47.53kWh	405km
		Model 3 2022 Performance 版	78.4kWh	675km
		P7 2023 款 480G	60.2kWh	480km
		ID. 3 2023 款升级款	52.8kWh	450km
		e3 2021 款出行款	43.2kWh	401km
		aiony plus 80	76.8kWh	610km

资料来源：《中国电动商用车充电基础设施现状评估与 2035 发展目标及路径研究报告》、天风证券研究所

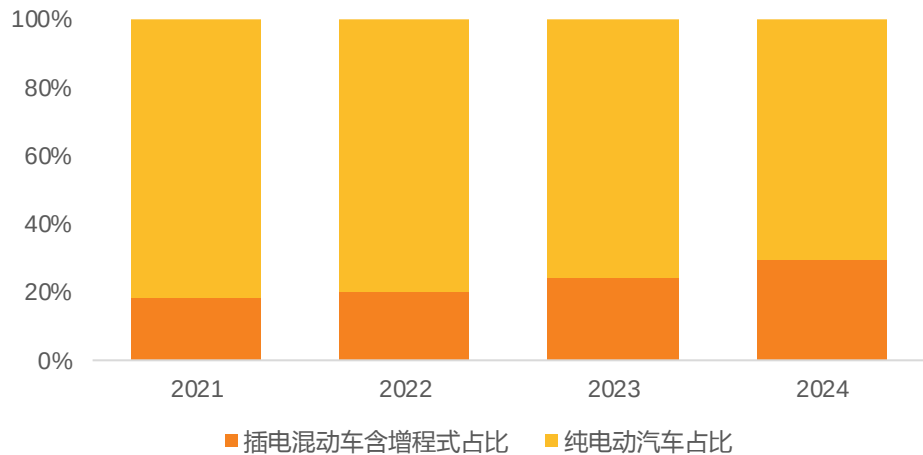
公共车辆电动化全面部署，新能源商用车进一步打开充电市场。2023 年 11 月工业和信息化部、交通运输部等在内的 8 部门已印发《关于启动第一批公共领域车辆全面电动化先行区试点的通知》，确定北京等 15 个城市为此次试点城市。根据通知的预期目标，新能源汽车推广将聚焦公务用车、城市公交车、环卫车、出租车、邮政快递车、城市物流配送车、机场用车、特定场景重型货车等领域，推广数量预计超过 60 万辆；将建成超过 70 万台充电桩和 0.78 万座换电站，要求试点城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到 80%。政策推动商用车电动化，其超大补电需求将拉动充电产业高速发展。

1.1.3. 混动、私家车占比结构增加，充电需求依然保持稳定。

混动汽车占比连年增加。混合动力汽车包含插电式混合动力、油电混合动力和增程式混合动力，油电混合动力不可充电。插电混动汽车含增程式混动汽车保有量占新能源汽车比重不断加大，2024 年数量同比增长近一倍。

混动汽车“电”属性逐年增强。混动汽车的纯电续航里程逐年加长，根据中国新能源汽车发展报告的数据，从 2020 年开始，主流混动车充电续航里程从 40 公里逐步提升到 120 公里，2022 年 160 公里以上的续航开始出现，2023 年已经占到了 23%。混动汽车充电功率从 2018 年的 3.3KW 快速增长至 2023 年的 80KW，充电能力已经对标对齐。充电续航里程连年增长，充电功率不断增加，我们判断插电式混合动力汽车在日常通勤中通常以纯电模式为主。因此混动汽车的占比增加不会显著拉低新能源汽车的充电需求。

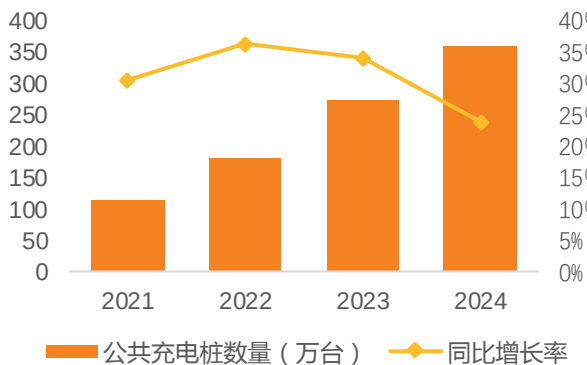
图 3：混合动力汽车保有量占比连年增加



资料来源：中国公安部官网、天风证券研究所

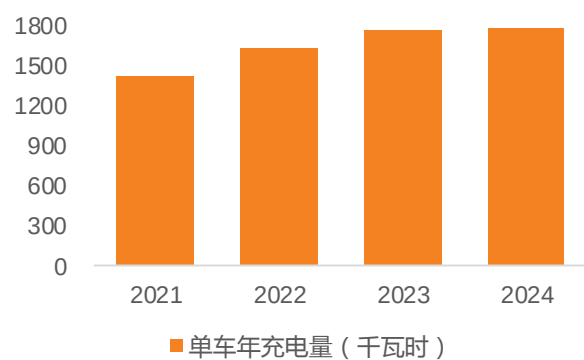
充电需求保持平稳，单车年充电量高达 1775.48 千瓦时。尽管混动汽车占比增加，公共充电桩数量仍保持增长，2021-2024 年增长率稳定在 20% 以上，桩车增量比 1: 2.7，充电基础设施建设能够基本满足新能源汽车的快速发展。单车年充电量增长率保持稳定，说明混动汽车占比增加并未影响新能源汽车整体的充电需求。

图 4：公共充电桩数量保持增长



资料来源：中国充电联盟公众号、天风证券研究所

图 5：单车年充电量保持稳定且呈增长趋势



资料来源：中国充电联盟公众号、中国公安部官网、天风证券研究所

1.2. 市场集中度高，市场竞争多元激烈

1.2.1. 充电桩市场集中度高，头部企业占据主导地位。

充电桩头部企业市场份额超 50%，市场集中度高。2024 年公共充电桩 TOP5 充电运营商市场占比接近 65%，TOP10 运营商市场占比高达 81%。对各类型充电桩、充电功率及电量，TOP5 的充电运营商市场份额均累计超过 50%，专用充电桩合计占比高达 93.6%，特来电、星星充电、云快充、小桔充电等属于充电桩市场头部企业，在各类充电桩数量均排前列。

表 2：2024 年各分类项目 TOP5 充电运营商占主体市场份额

项目	TOP5 充电运营商					合计占比
公用充电桩	云快充	星星充电	特来电	小桔充电	蔚景云	63.2%
专用充电桩	特来电	星星充电	国家电网	深圳车电网	云快充	93.6%
直流桩	特来电	云快充	星星充电	小桔充电	蔚景云	94.7%
交流桩	星星充电	云快充	特来电	蔚景云	国家电网	62.4%
充电总功率	特来电	云快充	星星充电	小桔充电	蔚景云	70.3%
充电电量	特来电	小桔充电	星星充电	云快充	蔚景云	78.2%

资料来源：中国充电联盟公众号、天风证券研究所

头部企业凭借自身优势，有望持续保持较高份额。头部充电运营商强大的资金实力和广泛的市场覆盖使其能快速布局大规模充电网络，特来电占据高市场份额后实现“从桩到网”的布局维持并拓宽自身市场和竞争优势。头部充电运营商更能整合自身产业链优质资源形成协同合作态势，星星快充和多家头部车企深度合作，组建“续航联盟”，增强用户粘性，协同发展。这些综合优势使头部企业在行业竞争中持续领先。

1.2.2. 车企与科技企业积极布局超充网络

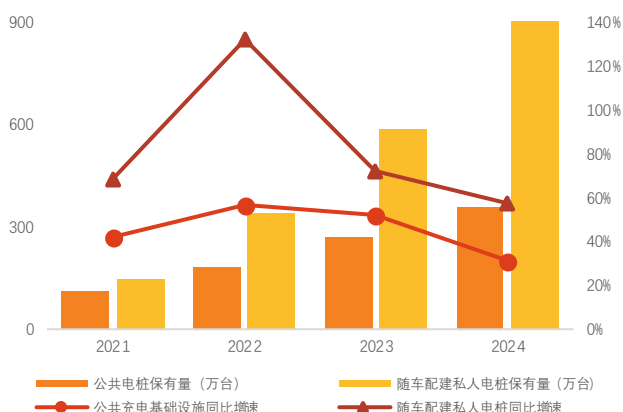
超充网络正通过多方合作加速推进。华为数字能源牵头组建超充联盟，联合车企、充电运营商等合作伙伴，共同推动超快充解决方案的创新和高质量充电网络建设，通过协议对接和云云互联，实现跨平台、跨地域的超充服务。极氪能源与特来电、国网江苏综能、奥联物业等达成合作，共建 800V 超快充网络。合作内容包括资源互通、建站选址、超快充体系搭建等，极氪的超充桩峰值功率可达 800kW。随着超充网络覆盖范围和服务质量的提升，充电需求有望继续高速增长。

1.3. 新桩建设规模滞后，市场空间增加

私人电桩发展加快，75%左右新能源车仍依赖公共电桩。截至 2020 年 12 月 31 日，不到 25% 的一线城市家庭拥有可安装家用充电桩的停车位，因此大量纯电动汽车车主不得不依赖公共充电基础设施。截至 2024 年 12 月，公共充电桩保有量达到 357.9 万台，全国新能源汽车保有量达 3140 万辆，据此计算，新能源汽车保有量与公共充电桩的比例约为 8.8:1。据了解，公共充电桩可分为慢速充电桩和快速充电桩。目前，快速充电桩仅占公共充电桩总数的 38.3%，并且新能源汽车保有量与公共快速充电桩的比例为 15.9:1。一般而言，公共快速充电桩充满电所需时间一般在 30 至 60 分钟。公共慢速充电桩则需要数小时才能将纯电动汽车电池充满，所以，推进住宅小区充电设施、私人充电桩的建设工作刻不容缓。且随着网约车、出租车等运营车辆电动化程度不断增高，其对公共充电桩的需求将进一步增加。

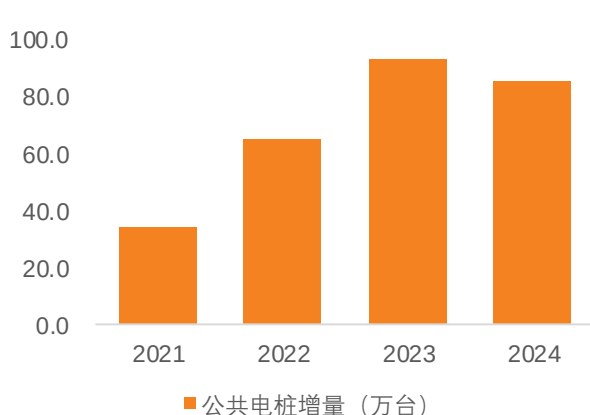
公共电桩增长滞后，公共直流桩存在较大增长空间。2024 年公共电桩增量同比下降 8.2%，目前公共充电桩布局存在分布区域不均衡、运营维护不平衡等问题，导致增速放缓。在各类公共电桩中，直流充电桩与交流充电桩相比功率较大，充电速度更快，但建设成本较高，占地面积较大，对电网供电能力要求较高，因此数量相对较少，目前主要应用于公共充电领域。随着用户对快速充电的要求增加，预计未来直流充电桩，特别是直流快充桩，具有较大的增长空间。

图 6：私人电桩保有量增速远超公共电桩



资料来源：中国充电联盟公众号、天风证券研究所

图 7：公共电桩增量回落



资料来源：中国充电联盟公众号、天风证券研究所

1.4. 盈利前景向好

1.4.1. 充电桩使用率提升带动服务费上涨

随着新能源汽车保有量的持续增加，充电桩的供需关系将发生变化。一方面，新桩建设增速放缓，导致充电桩的供给增长受限；另一方面，新能源汽车数量不断增加，使得充电桩

的使用需求进一步提升。我们认为，这种供需不平衡预计将推高充电桩的使用率，进而促使充电服务费上涨，从而推动充电桩产业盈利向好。

1.4.2. “光储充”一体化电站模式有望增强盈利能力

“光储充”一体化电站有望实现能源的自给自足与优化配置推动盈利。通过整合光伏发电、储能系统和充电设施，利用峰谷电价差套利，储能系统在低谷电价时储能，在高峰电价时放电，降低运营成本。“光储充”一体化电站还可以将余电出售，将多余电量回馈电网获取额外收益。同时提升土地利用价值优化能源调度，进一步提高能源利用效率。

光储充一体化电站市场快速发展，诸多充电运营商都开始投入相关技术的研发应用。特来电已在北京、上海、深圳等多个城市应用光储充放微电网解决方案。领充新能源专注于智能充换电、储能及智能微电网相关产品的研发，其光储充一体化项目已在多个细分场景中得到应用。

2. 特来电在市场中的竞争优势较大

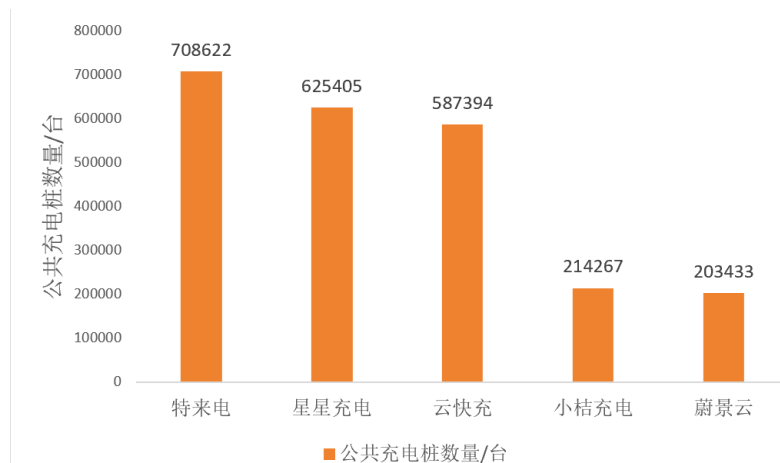
2.1. 客户资源壁垒较高，处于行业领先地位

特来电作为国内领先的电动汽车充电网生态运营商，凭借优秀的技术创新力、优异的用户口碑以及深远的市场影响力，获得专家、行业的高度评价，在充电行业具有强劲的创新能力和持续向上的成长力量。

2.1.1. 特来电具有庞大的充电网络和用户基础

特来电运营的公共充电桩数量、充电站数量、累计充电量及平台流量等关键指标均位列行业第一。截至 2024 年 12 月，特来电运营充电站数量约 4.8 万座，公共充电终端约 70.9 万台，占公共充电市场份额约为 19.8%，其中直流充电终端 42.4 万台，排名全国第一。2024 年，累计充电车辆数为 2744 万辆，用户全年充电量超过 130 亿度。此外，特来电的服务覆盖全国 360 个城市，注册用户超过 2000 万。这种庞大的网络和用户基础形成了强大的规模效应，使得特来电在市场竞争中占据优势。

图 8：2024 年特来电的公共充电桩数量遥遥领先

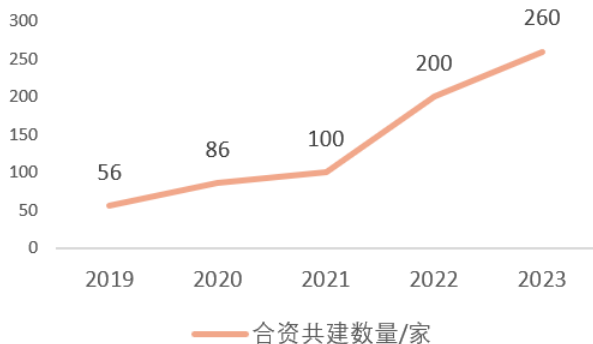


资料来源：中国充电联盟公众号，天风证券研究所

2.1.2. 特来电与地方相关平台进行深度的合作

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，其中合资方为政府城投、交投、公交集团等国有平台企业的超过 160 家，打造了覆盖全国的电动汽车充电网，共用大平台，共享大流量，体现了其在充电基础设施领域的强大布局能力。例如，特来电与呼和浩特市人民政府合作，共同组建合资公司，构建链接充电网、车联网、互联网形成的三网融合新能源互联网，实现智能制造+充电运营+数据服务的价值闭环新生态，推进内蒙古自治区充电基础设施建设。

图 9：特来电合资共建公司数量逐年增加



资料来源：特锐德年度报告，天风证券研究所

图 10：特来电与各类大平台共享流量



资料来源：特锐德年度报告，天风证券研究所

2.2. 产品技术实现大幅度突破，引领行业发展

特来电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。

2.2.1. 国内首家推出基于近全量车型充电大数据的电池安全大模型

特来电发布了国内首个基于近全量车型充电大数据的电池安全大模型。目前特来电已经建成了覆盖新能源汽车的安全防护预警、高危车辆的识别、高危工单的生成、用户的联系、车辆的维修，到主机厂和电池厂的模型交流到最后模型的自反馈、修正等七个核心环节，该技术具有人无我有的独特性和领先性。

在产品的应用方面，目前已经实现车辆安全的可监视、可预警、可控制和可追溯。充电前，可以通过特来电的 APP、质检、维修提醒等方式保证安全。在充电中，大模型会实时保护每一笔充电订单，当发现异常时，第一时间阻断充电。充电结束后，大模型会再一次对结束的订单做一次深度体检，为每一笔订单生成一份 AI 报告，当发现高危异常时，也会同步的通知用户。

在产品的生态应用方面，目前提供面向车辆充电安全和健康的四类充电安全互联互通服务，安全防护、安全预警、安全报告及健康体检。在获取用户的合理的授权条件下，面向保险行业开发了电池的衰减，以及面向维修行业开发了电池检测报告等功能。

图 11：电池安全大模型具有可监视、可预警、可控制、可追溯功能



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

图 12：电池安全大模型在产品应用方面具有更广阔的用途



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

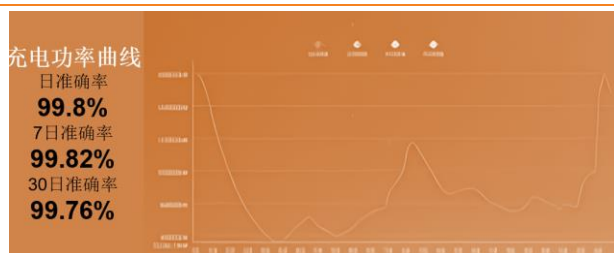
2.2.2. 特来电在充电网技术领域具有先进的技术支持

特来电推出的充电网加微电网虚拟电厂能源调控大模型在充电网技术方面具有较大优势，具有**感知、预测、优化调度、互动响应以及持续的学习进化**的功能。通过利用充电网十年运营过程中积累的 10 亿（条）量级数据以及各种外部的气象、交易等数据去训练和优化大模型，可以实现**预测和优化调度**的应用，解决了预测难和引导难的问题。此外模型对于场景适应性要求也特别高，特来电目前面向公交、公共、物流、园区、小区等场景布局了 5 张充电网，在这个场景不同的变化过程中，整个大模型需要都能够自主地学习和进化，适应不同的场景。

在**预测应用**方面，大模型目前基本上取代已有的机器学习的算法，预测速度有明显提升，此外，大模型的预测准确率相比于传统的算法提升了 7.5%，准确率的百分点上公司现在已经**接近了 90%**。

在**调控策略**方面的，还在做一些探索，已经看到初步的效果。按照三日一个滚动的周期来看，在 T-1 日可以预测价格，发现机会、引导用户；T 日当天监视价格变动并进行调度控制；T+1 日可以实现收益的清分。

图 13: 大模型具有高精度的预测速度以及预测率



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

图 14: 虚拟电厂调控大模型具有完善的运转模式



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

2.2.3. 特来电的技术创新积极响应政策号召，顺应时代发展

从 2017 年开始，每年国家都会对 V2G 的技术应用进行政策的支持和引导，2023 年底国家对电动汽车的生产制造、对充电桩的集成、研发及制造都提出了明确的规划和要求。基于此，特来电开发了一种创新的采用小功率直流 20 千瓦轮充轮放共享充电机的特充放产品。

该产品具有较强的技术优势，采用 20 千瓦的总功率，配六个终端，峰时的**放电效率能够超过 96%**，适配的电动汽车电压范围从 200 伏到 1,000 伏，能够**适配当前市面上所有的电动汽车的车型**。该产品放电的**电流畸变率小于 2%**，远远高于国标的要求，放出来的电是“干净”的电，对电网没有冲击和干扰。

特充放产品+电动汽车基本就能够**实现分布式储能所能实现的一切功能**。尽管在电池上并没有投资一分钱，但是却真正实现了**零成本**的分布式储能。使用特充放产品可以配合公司能量管理系统来为园区进行经济运行，削峰填谷，加上虚拟电厂、车网互动等等一系列的技术来实现能源降本。

图 15: V2G 产品工作原理



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

基于虚拟电厂大模型的新技术，车网互动有了坚实的技术底子基础，在政策的引导下，特来电的充电基础设施也在持续的升级，搭建了车网互动与能源交易系统，通过 v2g 和有序充电实现车网互动。

车网互动的关键难点不仅仅在于建设一个平台，而更在于建立相应的新质生产关系，要以充电运营商扎实的运营能力和强大的技术能力同时满足电网和交通行业两方面的需求。对此，特来电搭建的车网互动和能源交易系统，依托的是特来电的充电网平台和虚拟电商平台，对它进行了有效的链接。在这个平台下搭建了互动运营、结算清分、资源管理、调控调节、能源交易、市场监控六大技术体系，并在这个平台下对引流、交易、预测、调控技术进行持续的升级。通过车网互动的平台，将海量的这些资源串联起来，真正地实现车网互动。

通过车网互动平台不仅仅能连接起充电桩，还能柔性地接入分布式光伏、储能、v2g 等产品，实现资源的即插即用。还可以利用特来电平台的兼容性，做到充电场站完全标准化接入，充电、光伏、储能、可调负荷，实现了全变量建模，车网互动和能源交易系统让充电网变能源网。

图 16：车网互动与能源交易系统具有完善的运行架构



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

图 17：系统可以揭露各种交易品种



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

2.3. 运营模式不断创新，客户资源具有优势

2.3.1. 运营模式创新：从重资产投建到轻资产运营

特来电早期以自投场站为主，2018 年起逐步由重资产转向轻资产运营模式。公司通过与政府平台、公交集团等合作，共同布局充电设施，降低了特来电充电网建设的资本投入，同时借助合作伙伴的资源和经验，提升了运营效率。

2.3.2. 合作模式与客户资源的优势

特来电的合作模式具有多样化和灵活性，能够满足不同合作伙伴的需求。这种多样化的合作模式不仅吸引了大量合作伙伴，还构建了“伙伴+特来电”的新生态。

与云快充和小桔相比，特来电的运营模式更具优势：

云快充采用完全轻资产模式，通过整合第三方充电桩资源，快速扩张。云快充基于“不建桩、不产桩、专注第三方电桩直连平台服务”商业模式，坚持“不与运营商争利”的经营理念，打造了全国最大的第三方充电物联网 SaaS 平台。作为目前国内最大的第三方充电物联网 SaaS 平台，专注为电桩运营商提供基于充电 SaaS 的整体解决方案。

由于充电交易的过程是信息交互的行为，云快充平台沉淀海量的第一手数据。云快充正积极搭建数据中心，通过大数据算法及应用实现平台对供应链的二次技术赋能，包括储能、运维、金融、安全、碳交易服务等多个领域。2021 年 6 月，“电池巨头”宁德时代投资云快充，未来双方或将共同发力，打造“光储充”多元互补、“车桩网”灵活互动的智慧能源消纳体系。

背靠滴滴出行，小桔充电推出了“公交充电 1+N”的商业模式。结合滴滴平台的大数据和

小桔车服的汽车后市场资源，小桔充电在平台、流量、成本、安全和发展五方面具有一定优势，整合大量的站外新能源车量需求，协助公交站错峰引流增值，为公交行业带来更可靠、更开放、更智能的公交专属 SaaS 充电管理平台。

作为公共充电领域的能源服务商，小桔充电希望为各类场景用户提供多元化的用能定制服务。其中包括：为滴滴平台现存的 100 万辆纯电动车提供基于网约车场景的充电服务、为企业级、规模化电动车队提供集采式充电服务，以及为汽车租赁公司提供车+电的打包方案等。

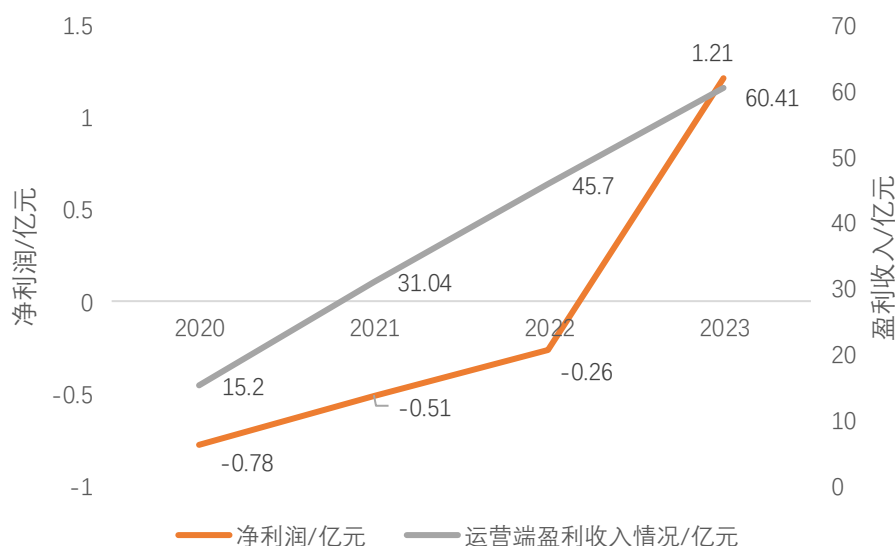
与之相对，特来电从自建建站到 SaaS 平台的增值服务，如充电站智能运维、电池安全检测等，全周期地服务新能源车充电环节，**服务项目更加全面**，不仅为客户提供定制化的解决方案，而且还具备公交、园区、各类国企央企以及政府资源，**服务范围更加广阔**。

3. 特来电财务与盈利前景向好

3.1. 轻资产运营模式助力盈利提升

特来电通过轻资产运营模式，逐步从重资产投建转型，显著**降低了资本投入**，提升了运营效率。2023 年，特来电充电网业务实现营业收入 60.41 亿元，同比增长 32.21%，并成功**扭亏为盈**。通过提高非自有场站充电量的占比，降低自营场站充电量的占比，这种模式不仅减轻了资金压力，还增强了与更多产业生态伙伴的合作，提升了充电终端利用率和充电量。

图 18：特来电 2023 年成功扭亏为盈



资料来源：第一财经，新浪财经，天风证券研究所

3.2. 盈利前景向好

3.2.1. 从重资产场站投建往轻资产运营转型

特来电通过轻资产运营模式，增加平台费收入和增值服务收入。平台型收入占比增加体现在公司的充电电量中，自有场站对应的充电量占比下降，更多的充电电量由非自有场站贡献。

3.2.2. 销售/管理/研发运维人员的规模效应

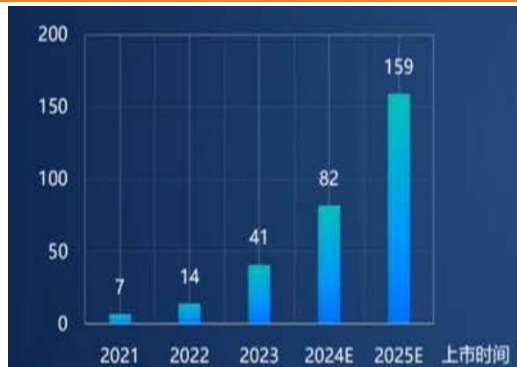
随着规模的扩大，特来电的盈利能力将有望得到显著提升。销售、管理、研发运维人员的规模效应将显著提升人均产出，进一步摊薄成本。销售/管理/研发运维人员的规模效应，增加人均产出，摊薄成本（公司内部持续提效）。从 2020 年至今，特来电的期间费用率持续显著改善，预计近两年特来电的期间费用率有望持续降低。

3.3. 长期盈利潜力不断提升

3.3.1. 新能源汽车保有量增长

截至 2024 年底，全国新能源汽车保有量达 3140 万辆，占汽车总量的 8.9%。纯电动汽车保有量 2209 万辆，占新能源汽车总量的 70.34%。随着新能源汽车保有量的持续增长，公共充电需求或将保持旺盛态势。

图 19：特来电超充车型新增上市数量（单位：万辆）



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

图 20：特来电超充车型销售占比



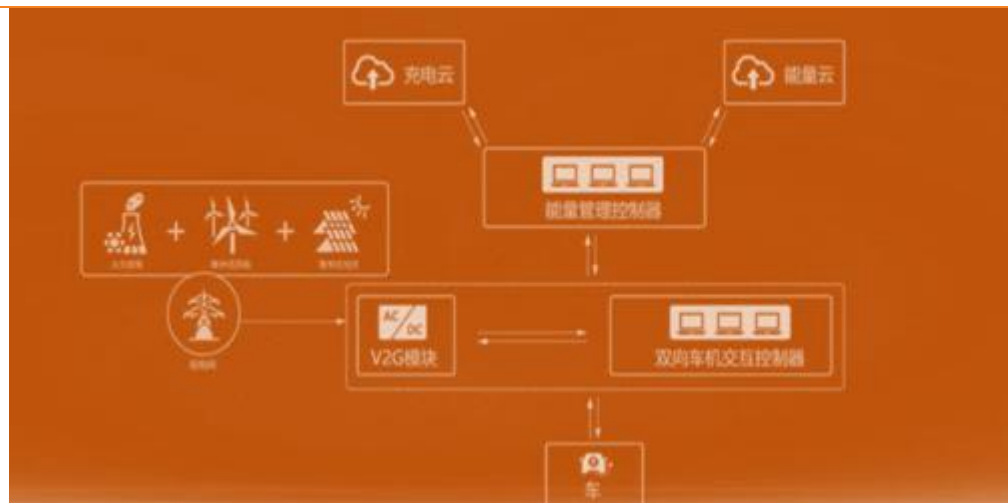
资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

3.3.2. 业务创新与盈利边界拓展

特来电通过虚拟电厂、车网互动（V2G）等新模式，进一步拓宽盈利边界。例如，特来电参与蒙西地区首次 V2G 车网互动试验充电站的智能微网系统将光伏、储能电池和电动汽车的电力聚合，反向输送至电网。在 1 个小时的测试时间内，整站最大放电功率 29.3kW，单车最大放电功率 5.061kW，累计向电网输送电能 16kWh。在城市虚拟电厂的调度下，通过多能互补及 V2G 模式实现充电和放电的双向能量流动，有效降低楼宇、住宅的尖峰用电负荷需求。

此外，特来电的 SaaS 平台提供增值服务，如充电站智能运维、电池安全检测等，进一步拓展了收入来源。

图 21：V2G 产品工作原理



资料来源：特来电新品发布会，天风证券研究所

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

盈利预测核心假设在于：

- 1) 特来电在国内公桩的充电电量市占率维持；
 - 2) 自有场站的服务费近两年逐步提升（从约 0.35 元/KWh 每年提升 1-2 分钱），对应运营端毛利率提升；
 - 3) 增值服务的毛利率持续提升；
 - 4) 期间费用率逐步降至 20%以内；
 - 5) 损益类项目合计（主要是政府补助等，扣除减值等）年度收益约 3.5 亿元。
- 对应特来电 24 年盈利约 3 亿元，25-27 年预计净利润有望达 4.4 亿/6.8 亿/10.1 亿元。

图 22：特来电 25 年展望 4 亿盈利，27 年展望 10 亿+

特来电盈利预测	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
新能源车保有量（万辆）	3,140	4,514	6,162	8,058
YOY	54%	44%	37%	31%
公共桩充电量（亿度）	552	790	1,078	1,410
YOY	53%	43%	37%	31%
单车年充电量（KWh）	1,758	1,750	1,750	1,750
YOY	0%	0%	0%	0%
特来电市占率	24%	23%	23%	23%
特来电充电量（亿度）	130	182	248	324
YOY	40%	40%	37%	31%
自有场站收入（亿元）		47.42	63.30	80.82
自有部分占比		30%	29%	28%
自有服务费	0.35	0.37	0.38	0.39
毛利率	8%	9.0%	9.5%	10.0%
增值服务收入（亿元）	3.40	4.80	6.30	8.00
YOY	42%	41%	31%	27%
毛利率		70%	75%	80%
销售设备收入（亿元）	28.00	33.60	39.65	45.99
		20%	18%	16%
毛利率		35%	35%	35%
总收入（亿元）	74.00	85.82	109.25	134.82
YOY		16%	27%	23%
总毛利润（亿元）		19.39	24.62	30.58
总毛利率		22.59%	22.53%	22.68%
期间费用率		21.5%	19.5%	17.8%
期间费用合计		18.45	21.30	24.00
损益类项目合计（亿元）		-3.50	-3.50	-3.50
合计净利润（亿元）	3.00	4.44	6.81	10.08
YOY	74%	48%	54%	48%

资料来源：天风证券研究所

4.2. 投资价值

- 1) 特来电：25 年我们按 4.44 亿利润，公司未来 3 年利润复合增速有望达 50%+，按 50X 估值对应 222 亿，上市公司持股 78%对应 173 亿。
- 2) 特锐德主业：25 年 10 亿利润，可比公司 25 年估值约 17X，我们按特锐德主业 25 年 17X 估值对应 170 亿。

表 3：可比公司估值（截至 4 月 11 日收盘，参考 wind 一致预测）

PE	2024E	2025E	2026E
三星医疗	16	13	11
明阳电气	20	25	12
思源电气	27	22	18
平均值	21	17	14

资料来源：wind，天风证券研究所

合计 343 亿，目标价 32.5 元。维持“买入”评级。

5. 风险提示

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，若行业有新企业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。

测算具有主观性风险：测算带有部分主观性，可能与实际情况存在差异，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,025.31	2,837.65	3,495.56	4,185.70	4,962.50	营业收入	11,629.64	14,601.77	17,477.82	20,928.50	24,812.49
应收票据及应收账款	7,232.06	8,439.81	9,038.00	10,727.80	11,327.75	营业成本	9,055.65	11,190.70	13,299.07	15,812.66	18,437.29
预付账款	271.43	268.24	175.06	352.03	262.55	营业税金及附加	65.60	64.70	87.39	104.64	124.06
存货	1,403.75	1,609.02	1,715.75	2,061.72	2,035.46	销售费用	664.52	911.91	1,030.35	1,181.46	1,393.27
其他	1,293.99	1,050.54	2,187.79	2,645.67	3,140.27	管理费用	695.75	823.74	924.81	1,080.19	1,273.22
流动资产合计	13,226.53	14,205.26	16,612.17	19,972.91	21,728.53	研发费用	442.14	489.36	528.07	626.05	734.79
长期股权投资	1,578.50	1,620.74	1,620.74	1,620.74	1,620.74	财务费用	238.40	201.68	210.00	220.00	230.00
固定资产	3,216.42	3,746.43	3,889.21	4,006.22	4,096.19	资产/信用减值损失	(492.10)	(659.99)	(520.00)	(572.00)	(612.00)
在建工程	397.79	191.27	203.89	212.72	218.90	公允价值变动收益	(15.92)	(13.46)	10.31	10.00	10.00
无形资产	862.76	778.91	708.38	554.05	427.66	投资净收益	105.03	60.50	10.00	10.00	10.00
其他	1,753.00	2,222.64	2,050.65	2,101.41	2,086.05	其他	596.52	930.41	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,808.48	8,559.98	8,472.86	8,495.14	8,449.54	营业利润	274.05	602.22	898.44	1,351.50	2,027.87
资产总计	22,003.21	23,876.88	25,085.03	28,468.05	30,178.07	营业外收入	8.63	17.02	10.00	10.00	10.00
短期借款	2,706.29	2,430.74	2,651.20	3,392.04	4,064.80	营业外支出	18.78	85.72	12.00	12.00	12.00
应付票据及应付账款	6,607.92	7,734.68	8,519.73	9,928.36	10,557.51	利润总额	263.89	533.52	896.44	1,349.50	2,025.87
其他	1,978.37	2,204.22	2,698.34	2,817.85	1,909.93	所得税	15.15	6.76	11.37	67.48	121.55
流动负债合计	11,292.57	12,369.63	13,869.28	16,138.26	16,532.25	净利润	248.75	526.76	885.07	1,282.03	1,904.32
长期借款	1,433.73	1,453.75	1,077.92	1,172.16	1,039.54	少数股东损益	(23.45)	35.61	59.84	86.67	185.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	272.20	491.15	825.23	1,195.35	1,718.44
其他	1,335.21	1,683.82	1,567.62	1,606.35	1,593.44	每股收益（元）	0.26	0.47	0.78	1.13	1.63
非流动负债合计	2,768.94	3,137.57	2,645.54	2,778.51	2,632.98						
负债合计	14,762.71	16,181.28	16,514.82	18,916.77	19,165.23						
少数股东权益	944.83	1,006.20	1,053.36	1,121.68	1,268.19	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1,040.71	1,055.90	1,055.69	1,055.69	1,055.69	成长能力					
资本公积	3,295.56	3,499.39	3,499.39	3,499.39	3,499.39	营业收入	23.18%	25.56%	19.70%	19.74%	18.56%
留存收益	1,947.24	2,388.05	3,038.51	3,980.70	5,335.19	营业利润	52.65%	119.75%	49.19%	50.43%	50.05%
其他	12.16	(253.93)	(76.74)	(106.17)	(145.61)	归属于母公司净利润	45.43%	80.44%	68.02%	44.85%	43.76%
股东权益合计	7,240.50	7,695.60	8,570.21	9,551.28	11,012.84	获利能力					
负债和股东权益总计	22,003.21	23,876.88	25,085.03	28,468.05	30,178.07	毛利率	22.13%	23.36%	23.91%	24.44%	25.69%
						净利率	2.34%	3.36%	4.72%	5.71%	6.93%
						ROE	4.32%	7.34%	10.98%	14.18%	17.63%
						ROIC	6.65%	10.83%	15.48%	20.40%	25.34%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	67.09%	67.77%	65.84%	66.45%	63.51%
净利润	248.75	526.76	825.23	1,195.35	1,718.44	净负债率	23.49%	19.48%	8.00%	8.70%	5.39%
折旧摊销	540.11	507.65	548.04	577.60	607.29	流动比率	1.18	1.17	1.20	1.24	1.31
财务费用	242.57	207.08	210.00	220.00	230.00	速动比率	1.07	1.05	1.07	1.11	1.19
投资损失	(105.03)	(60.50)	(10.00)	(10.00)	(10.00)	营运能力					
营运资金变动	374.04	(251.40)	11.20	(1,136.95)	(1,247.66)	应收账款周转率	1.78	1.86	2.00	2.12	2.25
其它	(84.85)	415.06	70.15	96.67	195.87	存货周转率	8.74	9.69	10.51	11.08	12.11
经营活动现金流	1,215.59	1,344.65	1,654.62	942.68	1,493.95	总资产周转率	0.55	0.64	0.71	0.78	0.85
资本支出	713.26	426.39	749.12	510.39	589.96	每股指标（元）					
长期投资	137.38	42.24	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.26	0.47	0.78	1.13	1.63
其他	(1,649.09)	(1,395.03)	(1,369.99)	(1,077.06)	(1,174.50)	每股经营现金流	1.15	1.27	1.57	0.89	1.42
投资活动现金流	(798.45)	(926.41)	(620.88)	(566.67)	(584.53)	每股净资产	5.96	6.34	7.12	7.98	9.23
债权融资	(287.09)	(590.98)	(365.37)	615.08	310.14	估值比率					
股权融资	(24.70)	(151.09)	(10.47)	(300.95)	(442.76)	市盈率	88.74	49.18	29.27	20.21	14.06
其他	(384.02)	203.55	0.00	0.00	0.00	市净率	3.84	3.61	3.21	2.87	2.48
筹资活动现金流	(695.80)	(538.52)	(375.83)	314.13	(132.62)	EV/EBITDA	8.51	9.17	10.08	8.25	6.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.62	11.60	13.10	10.28	7.82
现金净增加额	(278.66)	(120.27)	657.91	690.14	776.80						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com