



迦南智能 (300880.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

电表业务“小而美”行稳致远，国际化和 新能源加速布局

投资逻辑

(一) 简介：主业聚焦国南网电表，近年向充电储能等领域发力。公司成立于 1999 年，当前聚焦智慧计量及系统、计量箱及配件、新能源设备及系统集成业务，是国内智能电网核心设备供应商。2019-2024 年公司营收/归母净利润复合增速达到 15%/21%，盈利能力呈上升趋势。随着公司持续加强运营效率，加大研发投入和海外市场开拓，预计 25 年全年营收和业绩有望保持稳健增长。

(二) 基本盘业务：国南网景气延续，国内电表业务稳健增长。我们预计 25 年国南网最终投资金额合计超 8500 亿元，同比+9%，增长势头延续，其中智能电表投资大约占比 5% 左右，国网、南网、蒙网的电表总市场规模突破 400 亿元（其中国网相对南网和蒙西而言更加分散），25 年公司在国网电能表&专变采集终端中标份额上升至 2.1%，上市以来电表类营收基本呈现逐年增长态势。

(三) 增长极：电表出海星辰大海，充电桩行业需求强劲。

- **电表出海**：全球智能电表铺设需求长期存在，我们预计未来三年智能电表全球增速排序为：南美>欧洲>非洲>亚洲>北美。南美市场潜力巨大，年安装量将以 20.5% 的复合增长率增长；欧洲替换&新增需求共存，重心转向中东欧/东南欧；亚洲能源转型推动需求，西亚/中亚/东南亚有望高增。25 年 1-4 月国内电表出口 4.9 亿美元，同比+14%，与行业增速匹配。
- **充电桩业务**：需求端渗透率超预期增长（24 年突破 40% 大关）、24 年私桩车桩比持续下降至 3.8、利用率提升，驱动充电桩需求加速释放。同时 22 年后政策端聚焦充电桩高效运营与车桩协同发展，密集出台相关文件。公司已通过国网 25 年电动汽车充电设备供应商资质核实，并中标国网甘肃综能 25 年充电站建设项目；已开发直通风和独立风道两大系列充电桩，功率覆盖 120kW 至 1080kW；“年产 5 万台大功率超级充电桩生产线项目”计划 2026 年 12 月投产。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2025-2027 年公司实现营收 11.4/13.4/15.7 亿元，同增 12.5%/17.1%/17.7%，归母净利润 2.2/2.8/3.3 亿元，同增 15.8%/23.4%/19.3%。给予公司 25 年 21 倍 PE 估值，25 年目标市值为 47 亿元，目标价 24.05 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

电网智能化投资、新业务进展不及预期风险、市场化竞争程度加剧、大股东减持风险

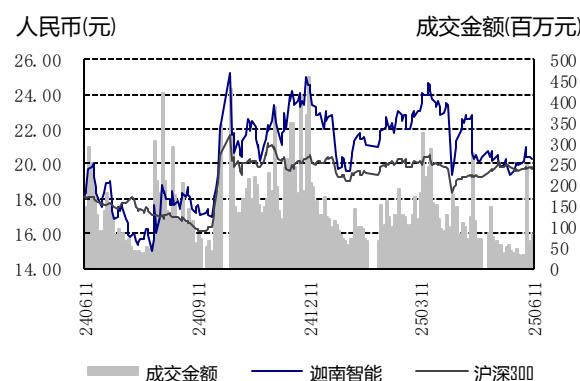
新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.32 元

目标价 (人民币)：24.05 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	910	1,014	1,141	1,336	1,572
营业收入增长率	13.13%	11.46%	12.45%	17.09%	17.71%
归母净利润(百万元)	154	193	223	276	329
归母净利润增长率	10.12%	25.49%	15.75%	23.37%	19.30%
摊薄每股收益(元)	0.796	0.994	1.145	1.413	1.686
每股经营性现金流净额	1.31	1.59	1.02	1.51	1.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.68%	18.09%	18.60%	20.17%	21.03%
P/E	25.01	22.33	18.22	14.77	12.38
P/B	4.17	4.04	3.39	2.98	2.60

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、迦南智能：围绕智慧计量、新能源、国际化三大方向深化布局.....	4
二、基本盘业务：国网和南网景气延续，国内电表业务稳健增长.....	7
2.1 国网和南网增长势头延续，其中电表约占电网投资的 5%.....	7
2.2 国内电表市场 25 年有望突破 400 亿元，公司相关业务营收逐年增长态势.....	8
三、增长极业务：电表出海市场星辰大海，充电桩受益于行业强劲需求.....	10
3.1 智能电表出海：全球智能电表铺设需求长期存在，南美、欧洲有望贡献高增速.....	10
3.2 充电桩：下游需求强劲推动充行业高增、政策密集出台、公司加速拓展.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议与估值.....	15
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1：公司产品矩阵主要包括：①智慧计量及系统、②计量箱及配件、③新能源设备及系统集成。.....	4
图表 2：章国耀、章恩友合计持有公司 48%股权，股权结构稳定.....	5
图表 3：2019-2024 年公司营收/归母净利润稳健增长.....	5
图表 4：2019-2024 年公司毛利率/净利率呈现上升趋势.....	5
图表 5：智能电表仍是核心业务，公司开始在充电桩和储能领域进行初步布局.....	6
图表 6：22 年以来公司加速拓展海外市场，海外营收增速高于公司整体.....	6
图表 7：公司研发费用率持续上行.....	6
图表 8：公司研发集中在智能电表、新能源等领域.....	6
图表 9：预计 25 年国南网投资合计超 8500 亿元，同比+9%.....	7
图表 10：2021 年以来国内电网基本建设投资完成额增速持续上行.....	7
图表 11：预计 25 年国网、南网、蒙网的电表总市场规模突破 400 亿元.....	8
图表 12：2022-24 年国网头部企业份额有所下滑.....	8
图表 13：南方电网计量产品市场格局相对稳定.....	8
图表 14：竞争格局方面，国网相对南网和蒙西而言更加分散.....	9
图表 15：25 年公司在国网招标中电能表和计量采集终端的公开中标额有所提升.....	9
图表 16：全球各地区主要国家&人口规模&渗透率&市场规模&未来增速情况展望.....	10
图表 17：2023 年独联体国家、中东、非洲电气化水平较低.....	11
图表 18：25 年 1-4 月国内智能电表出口 4.9 亿美元，同比+14%.....	11
图表 19：25 年 1-4 月各大洲出口情况：亚洲、欧洲、非洲为国内智能电表出口主要地区.....	11
图表 20：新能源车销量数据（万辆）.....	12



图表 21: 新能源车保有量数据 (万辆)	12
图表 22: 中国充电桩保有量变化 (万台): 私有桩主导增长	12
图表 23: 2022 年后充电桩行业相关政策密集出台	13
图表 24: 公司充电桩产品种类丰富	13
图表 25: 公司业务预测总览 (亿元)	15
图表 26: 可比公司估值表 (市盈率法) (亿元)	15



一、迦南智能：围绕智慧计量、新能源、国际化三大方向深化布局

主业聚焦国南网智能电表业务，近年来主要向充电储能领域发力。

迦南智能（前身为 1999 年创立的迦南电子）是国内智能电网核心设备供应商，主导制定了住建部《民用建筑远传抄表系统》行业标准，并作为主力单位推动国家电网“四表合一”采集系统建设。其自主研发的“单相费控智能表”项目获评国家火炬计划产业化示范项目，彰显其在智能计量领域的技术领先地位。

2016 年完成股份制改造后，公司于 2020 年登陆深交所创业板，当前聚焦智慧计量及系统、计量箱及配件、新能源设备及系统集成等产品研发和生产，是国家工信部专精特新“小巨人”企业，基于多年的研发、技术的经验积累：

1) 在智能电表领域：基于标准化、模块化、平台化的可重用与快速迭代开发思路，根据市场需求，快速、高效、高质量的推出新产品，并不断拓展技术应用领域。

2) 在充电储能领域：公司组建由国务院特殊津贴专家和能源行业电动汽车充电设施标准化技术委员会资深委员为核心的技术团队，研发出新一代“高防护、长寿命、高可靠”的 IP65 高防护隔离风冷超快充充电桩，产品适应多场景，功率涵盖 120kW~1080kW 全系列产品及核心控制部件，并取得了国内及欧洲标准认证。

图表1：公司产品矩阵主要包括：①智慧计量及系统、②计量箱及配件、③新能源设备及系统集成。

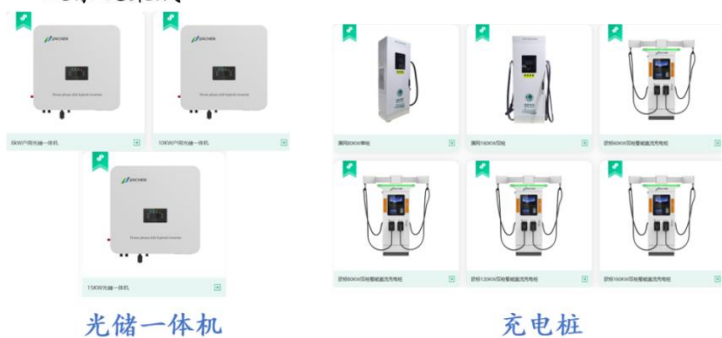
1) 智慧计量及系统：包括智能电表、用电信息采集终端、物联网模组、采集系统与计费系统软件及运维服务等。



2) 计量箱及配件：包括计量箱（高/中/低压）、表壳&终端壳体&内部配件



3) 新能源设备及系统集成：包括充电设备、储能设备及系统集成



来源：公司官网、国金证券研究所

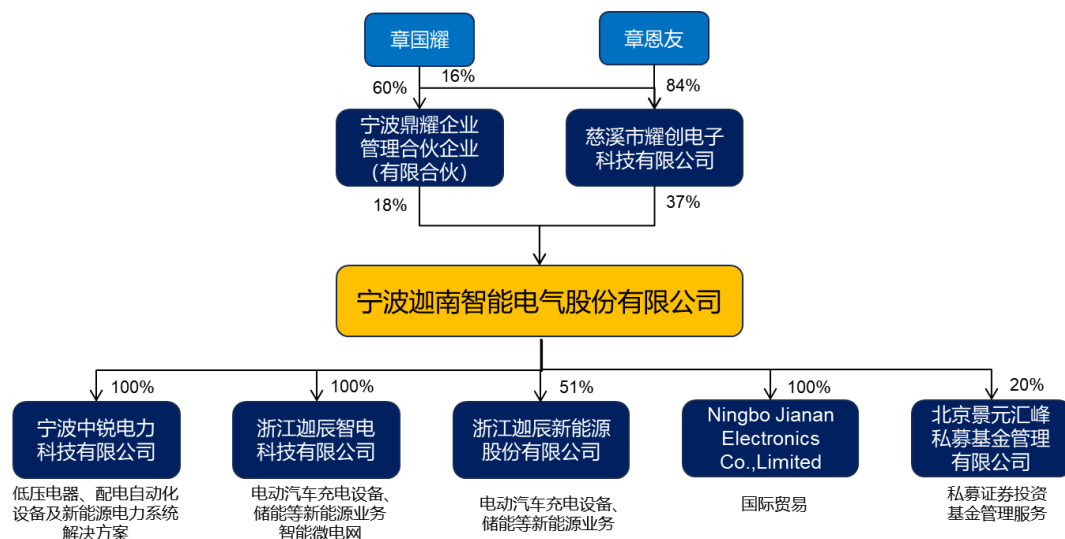
实控人章国耀、章恩友合计持有公司 48%股权，股权结构集中且稳定。

慈溪市耀创电子科技有限公司为公司第一大股东，持股比例为 37%，其次是宁波鼎耀企业管理合伙企业（有限合伙），持股比例为 18%。公司实际控制人为章国耀父子，通过直接和间接持股合计持有公司 48%的股权。

公司目前旗下拥有 3 家全资子公司（宁波中锐电力科技、浙江迦辰智电科技、Ningbo Jianan Electronics Co., Limited）、1 家控股子公司（浙江迦辰新能源）、1 家联营企业（北京景元汇峰私募基金管理），通过控股或参控股多家企业，逐步构建起覆盖智能电力设备、新能源、储能、充电桩、光储充配一体化等领域的产业生态体系。



图表2：章国耀、章恩友合计持有公司48%股权，股权结构稳定



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

2019-2024 年公司营收/归母净利润复合增速达到 15.4%/21.1%，盈利能力呈上升趋势。

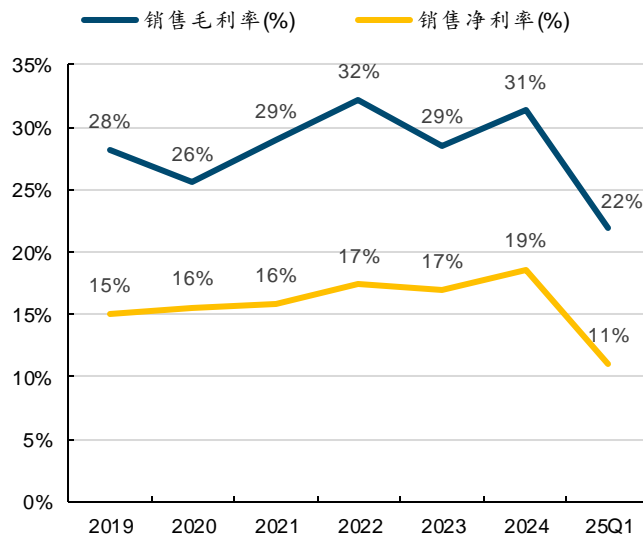
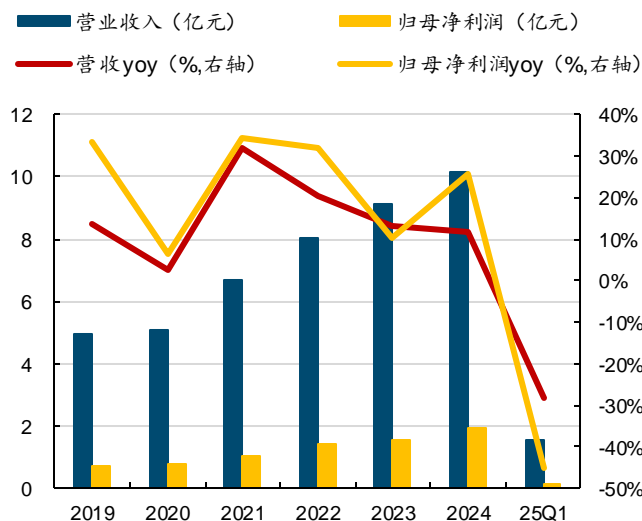
受益于公司在智能电表、用电信息采集终端等核心产品的市场占有率提升，以及在国家电网和南方电网等主要客户的招标中持续中标，2019 年至 2024 年公司营业收入从 4.9 亿元增长至 10.1 亿元，年复合增长率约为 15.4%；归母净利润从 0.7 亿元增长至 1.9 亿元，年复合增长率约为 21.1%。

公司在扩大业务规模的同时，盈利能力也在不断增强，销售毛利率/净利率分别从 2019 年的 28%/15% 上升至 2024 年的 31%/19%，我们认为主要由于公司在控制期间费用和提高运营效率方面持续发力。

2025 年一季度，公司营业收入为 1.5 亿元，同比下降 28.1%；归母净利润为 1719.9 万元，同比下降 45.0%，我们认为主要受到电网客户订单交付计划调整以及产品结构变化影响，考虑到一季度营收、净利润占全年的比例相对较低，公司持续加强运营效率，加大研发投入和海外市场开拓，全年营收、业绩有望保持稳健增长。

图表3：2019-2024 年公司营收/归母净利润稳健增长

图表4：2019-2024 年公司毛利率/净利率呈现上升趋势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

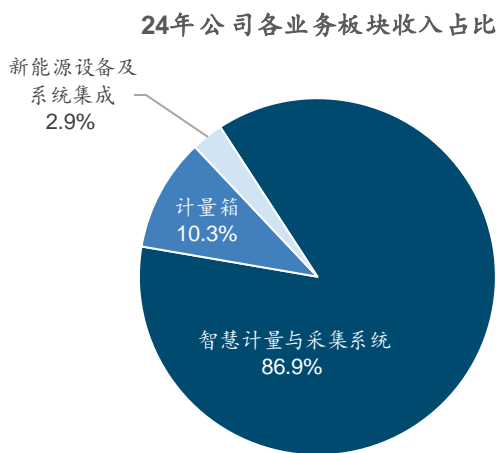


公司加快围绕智慧计量、新能源、国际化三大方向深化布局。

智慧计量及系统仍然是公司的主要收入来源，24 年营收占比达 86.9%，其次是计量箱及配件占比为 10.3%，其余 2.9% 是新能源设备及系统集成。24 年 12 月公司设立全资子公司浙江迦辰智电科技有限公司，正式涉足“光储充配一体化”投资与运营领域，从单纯的设备制造向新能源系统集成服务的转型。25 年 4 月公司启动年产 5 万台大功率超级充电桩生产线项目，计划于 26 年 12 月建成投产，项目建成后有望拉动公司新能源业务快速增长。

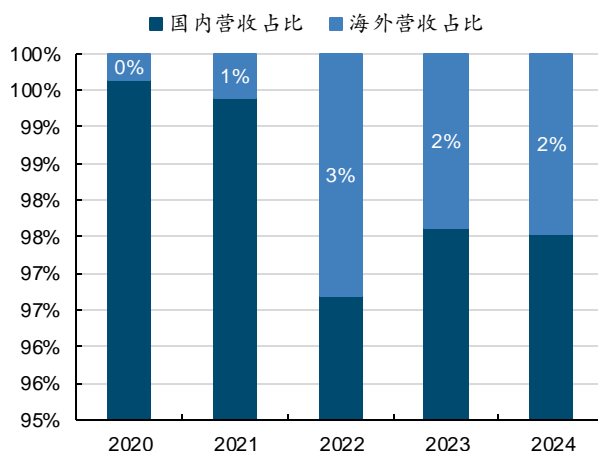
海外市场拓展方面，22 年以来公司积极参与国际展会，跟踪国际标准与新技术趋势，发展海外合作建厂，强化就地服务能力，及时响应客户需求，扩大区域客户覆盖，提高市场份额。目前公司智能电表出口主要集中在东南亚、南美和非洲，充电桩和储能设备也开始进入国际市场，2024 年公司海外实现营收 0.25 亿元，同比+14.6%，高于公司整体营收增速。

图表5：智能电表仍是核心业务，公司开始在充电桩和储能领域进行初步布局



来源：wind、国金证券研究所

图表6：22 年以来公司加速拓展海外市场，海外营收增速高于公司整体

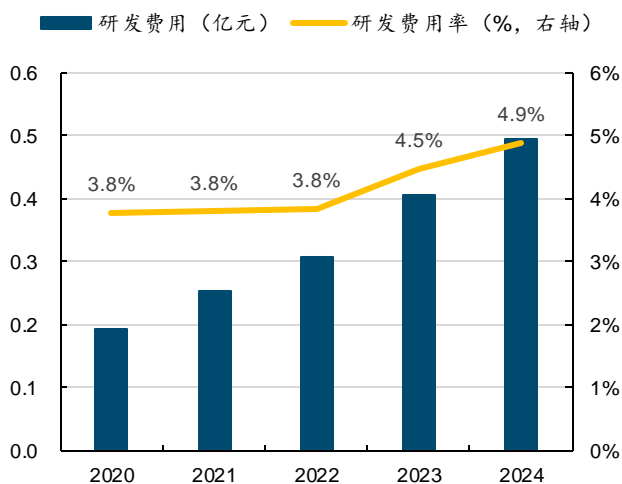


来源：wind、国金证券研究所

公司持续加大研发投入力度，以技术创新推动智能电表产业链、充电储能业务升级。

2020 年以来公司研发费用率持续增长，24 年公司研发费用达 0.5 亿元，研发费用率上升至 4.9%。24 年，公司完成了多个关键研发项目，并启动了一些新的研发方向，以应对国内外市场的多样化需求。公司研发产品主要集中在智能电表 AMI 系统、用电信息采集终端、新能源设备及系统集成等领域，此外公司还计划引入配网和直流电源技术，以应对新能源并网、储能系统等新兴应用场景的需求。

图表7：公司研发费用率持续上行



来源：wind、国金证券研究所

图表8：公司研发集中在智能电表、新能源等领域

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
家用储能逆变器研制	研究实现典型的“光储充”分布式直流微网系统技术	完成	拓展新领域，提升核心竞争力
智能用电 AMI 系统	针对海外电力市场智能化升级需求，研发适配国际标准的先进计量基础设施（AMI）系统，实现电力用户与电网的双向互动和精细化管理。	进行中	提升公司的海外市场竞争力，通过系统带动智能电表、采集终端等硬件产品出口及软件服务，加速全球化战略布局。
720kW 独立风道分体式直流充电技术研究与设备研制	对标行业最高端的全液冷方案的高性价比的超快充分体式充电桩。	进行中	有利于提高公司产品实力和品牌形象，更高效的电力负荷动态分配有利于充电站的智能微电网建设和参与虚拟电厂服务
独立风道重卡专用充电桩关键技术研究与设备研制	突破重卡大功率充电场景下散热效率与结构可靠性协同优化瓶颈，攻克多模态热管理自适应控制及全工况工况兼容技术，实现核心部件国产化设计与制造，构建满足重型卡车特殊充电需求的独立风道系统解决方案。	进行中	确保公司与重卡企业合作的顺利进行，充电桩业务拓展电动重卡专业领域。

来源：wind、国金证券研究所



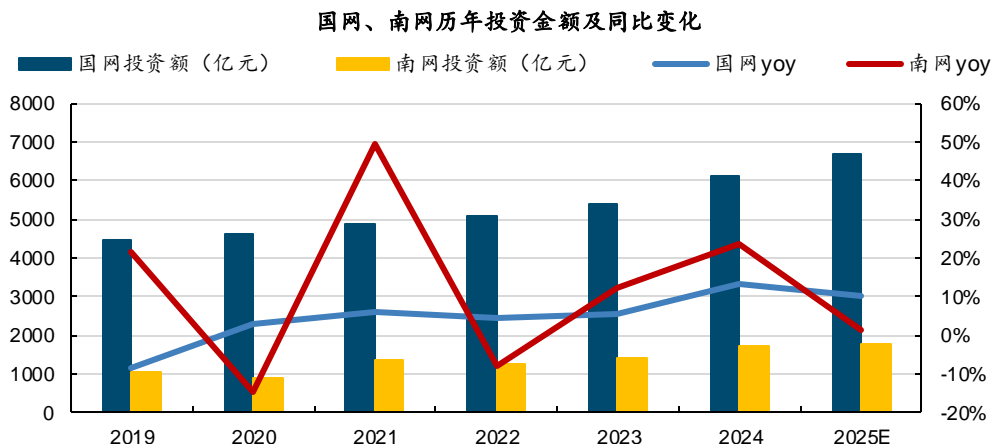
二、基本盘业务：国网和南网景气延续，国内电表业务稳健增长

2.1 国网和南网增长势头延续，其中电表约占电网投资的 5%

我们认为国南网投资未来中长期的发展动能主要源于四个层级：①新能源规模化消纳的刚需将驱动主干网的升级扩容、②用电侧多元化变革与分布式能源渗透率提升倒逼配网改造、③数字化与人工智能创新赋能效率提升、④存量设备的技术迭代与全生命周期更新。

国网投资体量一般约为南网的 4 倍，且每年投资同比增速相对平稳，我们预计 25 年国南网最终投资金额合计超 8500 亿元，同比+9%，增长势头延续。

图表9：预计 25 年国南网投资合计超 8500 亿元，同比+9%

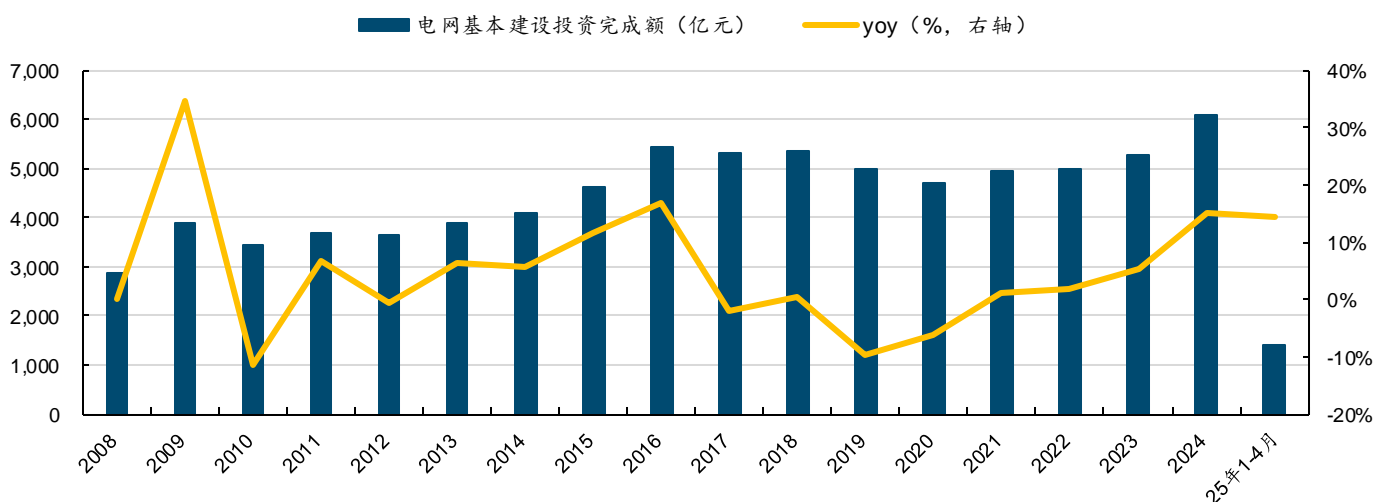


来源：国家电网、南方电网、国金证券研究所

21 年以来全国电网投资完成额同比增速持续上行，24 年和 25Q1 年同比+15%、+25%。

受电价下行影响电网企业盈利能力、电网项目审批放缓、全球公共卫生事件扰动等因素影响，2019-2020 年电网投资连续两年下滑。2021 年以来我国电网基本建设投资完成额持续增长，24 年达 6083 亿元，同比+15%，增速创近 8 年新高；25 年 1-4 月达 1408 亿元，同比+15%。（电网基本建设投资完成额不同于国南网投资，是全国输变电类建设口径）

图表10：2021 年以来国内电网基本建设投资完成额增速持续上行



来源：wind，国金证券研究所

在电网投资中，往往智能电表投资占比 5% 左右：例如 24 年国网超 6000 亿元的投资额中有 249 亿元是计量设备投资；24 年南网 1730 亿元中约 88 亿元是电能表投资。

国内电表方面，景气度我们直接跟踪的前置指标：主要看每年约 2-3 个批次的①国家电网总部计量设备物资招标；其次看每年约 2-3 个批次的②南方电网总部计量设备物资招标；再其次看③蒙西电网电能表招标。

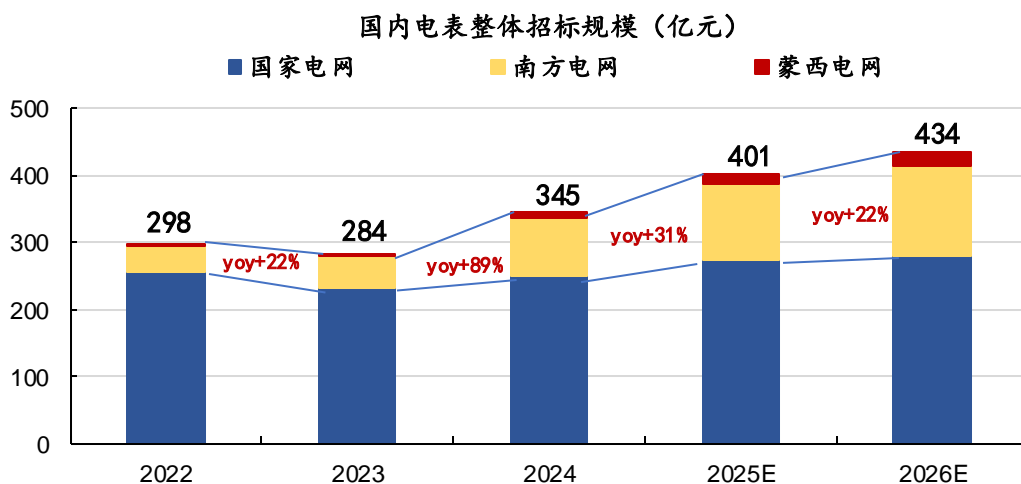


2.2 国内电表市场 25 年有望突破 400 亿元，公司相关业务营收逐年增长态势

（一）国内电表市场整体情况：预计国网、南网、蒙网今年的总市场规模突破 400 亿元

- ①国家电网：24 年营销项目计量设备采购金额达到 249 亿左右，同比+7%，考虑北斗芯片替代 GPS 芯片，HPLC 模块、双模替换单模、新标准施行等因素持续催化，我们预计 25 年国网智能电表招标 1 亿台，招标金额超过 275 亿元，同比+10%。
- ②南方电网：重点投入五省区主网架优化和城乡配电网升级，24 年计量产品招标金额 88 亿元，同比+93%，预计 25 年南网招标金额超 110 亿元，同比+25%；
- ③蒙西电网：24 年电表采集物资招标投资超 7 亿元，25 年营销一批设备材料框架协议招标中，电表相关项目投资预算 8.7 亿元，同比+63%，超去年全年投资。考虑到蒙西电网数字化发展，同时电表进入大规模更换周期，预计未来 3-5 年电表招标维持高位。

图表11：预计 25 年国网、南网、蒙网的电表总市场规模突破 400 亿元

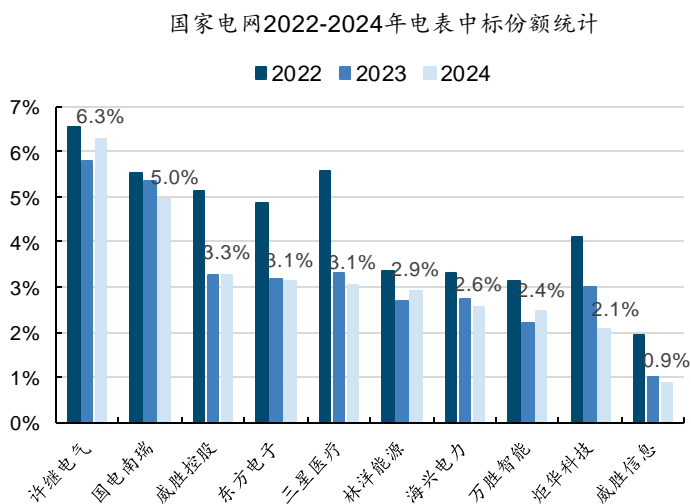


来源：国家电网，南方电网，蒙西电力，国金证券研究所

（二）国内电表格局：国网相对南网和蒙西而言更加分散。

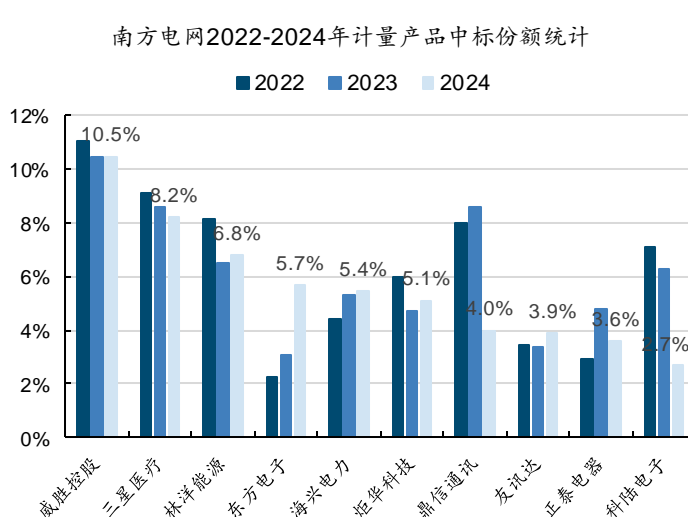
- 1) 国家电网份额相对分散、引入新玩家：①2022-24 年 CR5 分别为 27.7%、21.0%、20.7%；②2022-2024 年上市公司市场份额分别为 60.2%/52.3%/49.7%，市场份额持续下滑。
- 2) 南方电网市场格局相对稳定：2022-24 年上市公司市场份额分别为 74%/71%/76%，份额相对稳定。2024 年前五大厂商分别为威胜控股、三星医疗、林洋能源、东方电子、海兴电力，中标份额分别为 10.5%、8.2%、6.8%、5.7%、5.4%。

图表12：2022-24 年国网头部企业份额有所下滑



来源：国家电网、国金证券研究所

图表13：南方电网计量产品市场格局相对稳定



来源：南方电网、国金证券研究所



图表14：竞争格局方面，国网相对南网和蒙西而言更加分散

	国家电网			南方电网			蒙西电网
年份/批次	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2025 (1)
CR5 份额	23%	16%	14%	42%	38%	40%	60%
全部上市公司份额	60%	52%	50%	74%	71%	76%	63%
全部玩家数量	78	86	87	30	30	34	17

来源：国家电网，南方电网，蒙西电力、国金证券研究所

（三）公司部分产品的公开中标额有所提升，上市以来相关业务营收不断增长。

公司在国网招标口径主要的产品名称包括：电能计量箱、电能表、计量采集终端、和 HPLC 通信单元。根据公开中标情况梳理，24 年公司电能计量箱和计量采集终端的中标额提升，而电能表和通信单元的中标额有所下滑。

近期国网公布营销项目第一次计量设备中标情况，公司电能表&专变采集终端中标 1.5 亿元，同比+47%，市场份额提升至 2.1%。

近年来，随着公司持续推进业务多元化战略，智慧计量领域的营收占比已从 2021 年的 93% 调整至 2024 年的 87%；同时，计量箱、新能源设备及系统集成两大业务的占比显著提升，2024 年分别达到 10%和 2.9%。公司智能电表和用电信息采集业务营收逐年增长态势。

图表15：25 年公司在国网招标中电能表和计量采集终端的公开中标额有所提升

主要产品	国网公开中标情况	2023	2024	2025 (1)
电能表+计量采集终端（总部）	中标额（亿元）	4.6	3.4	1.5
	yoy	-27%	-26%	47%
	份额占比	2.0%	1.4%	2.1%
电能计量箱（网省）	中标额（亿元）	0.6	0.9	
	yoy	242%	54%	
	份额占比	0.7%	1.1%	
HPLC 通信单元（网省）	中标额（亿元）	0.9	0.3	
	yoy	37%	-61%	
	份额占比	1.7%	0.7%	

来源：国家电网国金证券研究所



三、增长极业务：电表出海市场星辰大海，充电桩受益于行业强劲需求

3.1 智能电表出海：全球智能电表铺设需求长期存在，南美、欧洲有望贡献高增速

全球性大规模的智能电网建设旨在提高能源使用效率、促进节能减排、增强电力系统的稳定性，同时也为智能电表产品带来了广阔的市场空间，预计 2024 年全球智能电表市场规模约 176 亿美元，2032 年有望增长至 372 亿美元，年复合增速达 9.8%。我们认为，全球电表长期景气趋势不变，预计未来三年智能电表行业增速排序为：南美>欧洲>非洲>亚洲（非中国地区）>北美。

图表16：全球各地区主要国家&人口规模&渗透率&市场规模&未来增速情况展望

大洲	地区	主要国家	人口(亿)	智能电表渗透率(%)	市场规模(亿美元)	市场规模占比	未来3年CAGR
亚洲	东亚	中国、日本、韩国	16.5	95%	74	42%	适中
	西亚	沙特、阿联酋、伊朗、阿曼	3.1	35%			
	东南亚	印尼、泰国、马来西亚、越南、柬埔寨	7.0	15%			
	南亚	印度、巴基斯坦、孟加拉	20.6	5%			
欧洲	西欧	法国、英国、荷兰、比利时、爱尔兰	2.0	80%	49	28%	快速
	北欧	瑞典、挪威、芬兰	1.1	90%			
	中东欧	德国、波兰、捷克、匈牙利、奥地利	2.9	20%			
	南欧	意大利、西班牙、葡萄牙、希腊、斯洛文尼亚、克罗地亚、罗马尼亚	1.5	60%			
非洲	非洲	南非、尼日利亚、埃及	15.2	5%	5	3%	较快
北美洲	北美洲	美国、加拿大	3.9	85%	37	20%	稍慢
南美洲	南美洲	巴西、墨西哥(拉美)、阿根廷、智利	4.4	7%	10	6%	快速

来源：GMI，GVR，TRANSFORMA INSIGHTS，联合国，国金证券研究所

➤ 拉丁美洲：市场潜力巨大，年安装量将以 20.5% 的复合增长率增长。

拉美地区拥有 2.15 亿电力客户，与东亚、欧洲等地区相比，智能电表的渗透率要低得多，2023 年仅为 6.5%，每年电表需求约 2000-3000 万台，其中巴西和墨西哥合计占比超过 65%。根据 Berg Insight 数据，拉美地区智能电表累计安装数量有望从 2023 年的 1400 万台增加到 2029 年的 4290 万台，CAGR 达 20.5%。普遍存在的能源盗窃，以及其导致的高额非技术性电力损失是拉美地区智能计量投资的主要驱动力。

➤ 欧洲市场：替换&新增需求共存，市场重心转向中东欧/东南欧市场

为促进可再生能源并入电网，2022 年欧盟正式提出“能源系统数字化”计划，欧委会预计从 2020 年到 2030 年电网将需要约 5840 亿欧元的投资，其中 4000 亿欧元用于配电网，1700 亿欧元用于数字化。智能电表作为电网数据采集的重要基础设备，预计将充分受益于欧洲电网投资规划。

目前欧洲各国智能电表发展程度差别巨大。欧盟 09 年颁布《欧洲电力市场指令》，要求成员国在 2020 年前大范围推广智能电表，而 2023 年普及率仅为 60%，目前在欧洲国家推广情况：

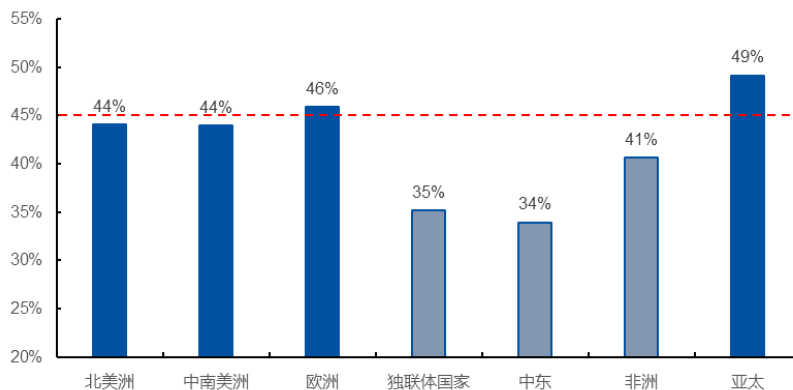
- 1) 15 个国家现已基本完成了智能电表的部署：丹麦、爱沙尼亚、西班牙、法国、意大利、拉脱维亚、卢森堡、马耳他、荷兰、奥地利、葡萄牙、斯洛文尼亚、芬兰、瑞典、挪威普及率超过 80%。
- 2) 4 个国家推广工作进行中：比利时、爱尔兰、立陶宛和英国正在进行推广工作，智能电表渗透率处于 30-80% 之间。
- 3) 10 个国家进度落后：保加利亚、捷克、德国、希腊、克罗地亚、塞浦路斯、匈牙利、波兰、罗马尼亚和斯洛伐克渗透率较低，只有克罗地亚、波兰和罗马尼亚的推广率超过 20%。



➤ 亚洲市场：能源转型、经济发展推动需求增长，西亚/中亚/东南亚有望贡献高增速

亚洲各地区智能电表发展分化：①东亚（中日韩等）智能电表发展较早、市场成熟，目前主要处于旧表替换周期；②西亚&中亚电气化水平较低，主要国家均针对可再生能源发展制定相应规划，电气化加速带动智能电表需求增长；③东南亚（印尼、马来西亚等）各国经济迅速发展、城市化进程不断加快，电力需求旺盛驱动智能电表市场快速发展；④南亚印度市场智能电表渗透率较低同时推广速度缓慢、限制中资企业参与招投标。

图表17：2023年独联体国家、中东、非洲电气化水平较低



来源：EI，国金证券研究所（图中红色虚线为世界平均值）

➤ 非洲：电力短缺问题严重，但用能提升空间巨大。

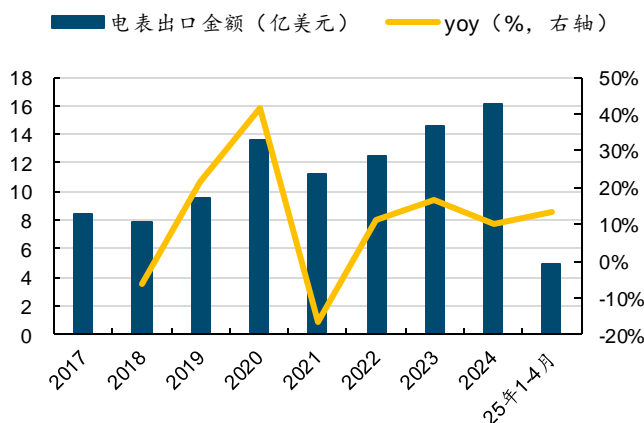
据 Energy Institute (EI) 数据，2013-2023 年全球一次能源消耗量复合增速为 1.4%，非洲地区复合增速达到 1.9%，高于全球平均水平。然而从一次能源人均消费量看，2023 年全球一次能源人均消费量 77GJ，其中非洲地区一次能源人均消费量仅 14GJ，显著低于全球平均水平。此外目前非洲仍有接近 6 亿人口无法获取电力，主要集中在撒哈拉以南非洲地区，未来用能提升空间较大。

2024 年我国智能电表出口 16.1 亿美元，同比+10%，创除 2020 年出口沙特大单影响，近五年出口同比增速位于 10-20%之间；25 年 1-4 月国内智能电表出口 4.9 亿美元，同比+14%，维持较快增长，符合市场预期。分地区看，亚洲、欧洲、非洲为国内智能电表出口主要地区，南美、欧洲贡献更高增速：

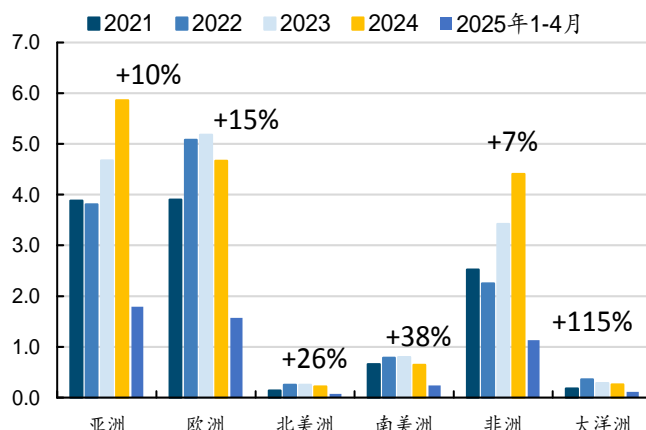
分地区来看——亚洲：25 年 1-4 月出口金额达到 1.8 亿美元，同比+10%；欧洲：25 年 1-4 月出口金额达到 1.6 亿美元，同比+15%；非洲：25 年 1-4 月出口金额达到 1.1 亿美元，同比+7%；北美洲：25 年 1-4 月出口金额达到 0.1 亿美元，同比+26%；南美洲：25 年 1-4 月出口金额达到 0.2 亿美元，同比+38%。

图表18：25 年 1-4 月国内智能电表出口 4.9 亿美元，同比+14%

图表19：25 年 1-4 月各大洲出口情况：亚洲、欧洲、非洲为国内智能电表出口主要地区



来源：海关总署、国金证券研究所



来源：海关总署、国金证券研究所

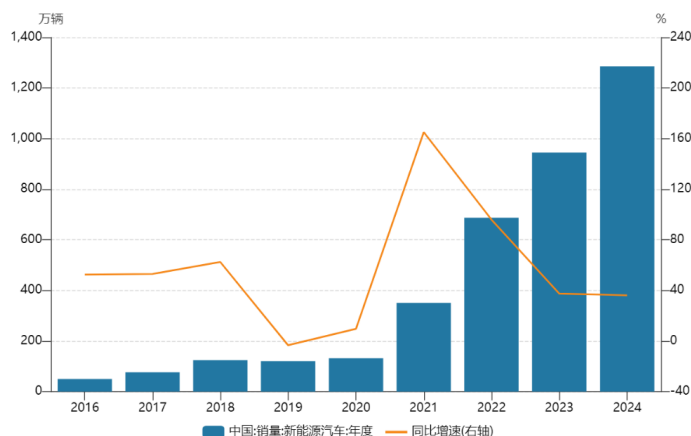


3.2 充电桩：下游需求强劲推动充行业高增、政策密集出台、公司加速拓展

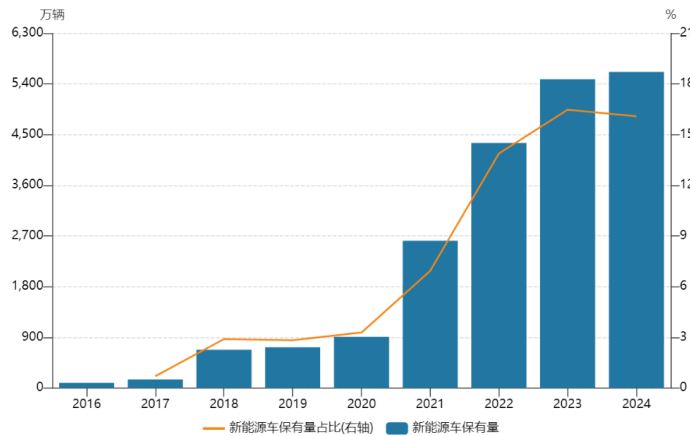
需求端渗透率超预期增长、政策端持续发力，驱动充电桩需求加速释放。

自 2021 年起，新能源汽车渗透率呈现快速攀升态势，2024 年突破 40% 大关，创历史新高。中汽协数据显示，2021 年至今新能源车销量持续高速增长：2021-2024 年销量分别为 352 万辆、689 万辆、945 万辆及 1287 万辆，同比增幅达 157%、96%、38% 和 35%；同期新能源汽车销量占总销量比例依次为 13.4%、25.6%、31.6% 和 40.9%，渗透率连年突破。随着国内车企新车型推出进度超预期，叠加以旧换新补贴政策加码，预计 25 年新能源汽车渗透率有望延续强势增长态势。

图表20：新能源车销量数据（万辆）



图表21：新能源车保有量数据（万辆）

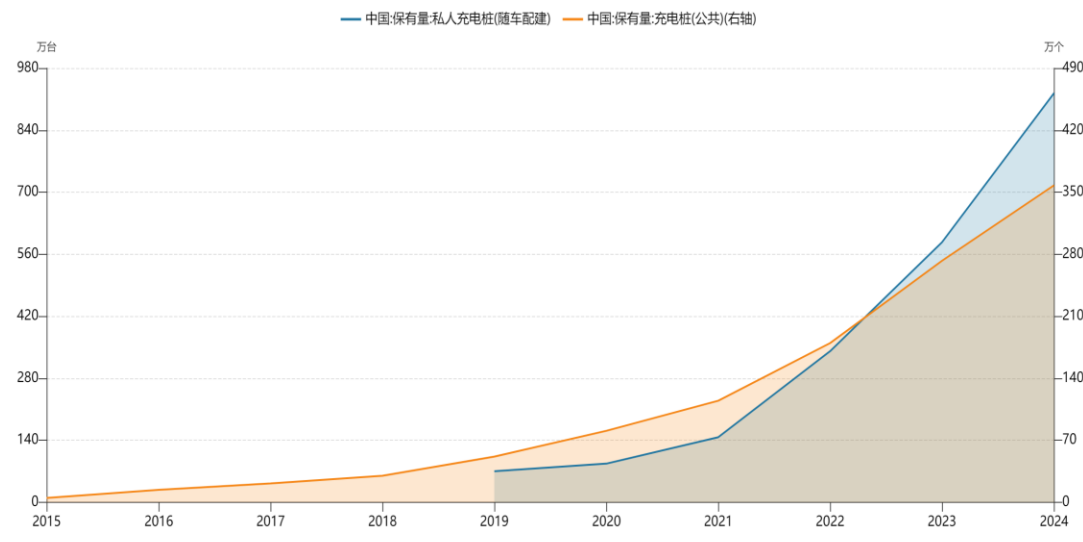


来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

下游需求强劲推动充电桩行业高速增长，私有桩主导增长。2024 年国内新增公共桩 85.3 万台（同比-8.1%），随车配建私桩 336.8 万台（同比+37%），新增公桩车桩比从 2023 年的 10.2 升至 15.1（+4.9），私桩车桩比从 3.9 下降至 3.8（-0.1），私有桩主导增长主要由于车企加强“车桩协同”的销售策略，同时多地要求新建住宅 100% 预留充电设施安装条件、老旧小区改造加速等因素驱动。

图表22：中国充电桩保有量变化（万台）：私有桩主导增长



来源：wind、国金证券研究所

政策端聚焦充电桩高效运营与车桩协同发展。2022 年 1 月国家发改委等提出“十四五”未建成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，31 省（市）陆续发布“十四五”相关规划。2023 年中央层面强调充电桩建设重要性，明确“充电桩下乡”为“新能源汽车下乡”前置条件，2 月八部门推动公共领域车辆全面电动化试点；4 月中央政治局会议要求巩固新能源汽车优势，加快充电桩等建设；5 月国常会部署加快充电基建支持下乡。



2024 年 1 月发改委等部门印发《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》，推广 V2G 试点；2 月发布《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》，推动电动汽车参与电力调节；3 月能源局《2024 年能源工作指导意见》探索车网互动；8 月发改委等印发《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》，支持车桩站网融合互动、研究充放电电价；8 月四部门推动车网互动规模化试点；10 月六部门《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》强调完善充电网络体系。

图表23：2022 年后充电桩行业相关政策密集出台

政策发布日期	政策名称
2024. 10	《国家发展改革委等部门关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》
2024. 08	《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》
2024. 08	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》
2024. 03	《2024 年能源工作指导意见》
2024. 02	《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》
2024. 01	《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》
2023. 05	《关于加快发展先进制造业集群的意见》
2023. 02	《公共领域车辆全面电动化试点工作》
2022. 01	《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》

来源：国家发改委，国家能源局，中国政府网、国金证券研究所

公司在充电桩业务上的战略拓展聚焦新能源领域，核心布局包括充电设备研发制造、充电站建设运营及光储充配一体化智能微电网。公司已通过国家电网 2025 年电动汽车充电设备供应商资质核实，并中标国网甘肃综合能源服务有限公司 2025 年充电站建设项目，提供充电桩设备采购及安装服务，有望提升经营业绩和品牌影响力。

技术产品方面，公司开发直通风和独立风道两大系列充电桩，功率覆盖 120kW 至 1080kW，支持 400A 自冷充电枪和 1000A 液冷充电终端，满足乘用车、重卡、矿卡等主流需求；产品具备高防护、长寿命特性，通过特殊风道与降噪技术优化可维护性。市场合作上，与中石化浙江分公司、国网宁夏电动、国网冀北电动等合作建站，并与三一集团在技术研发、产品应用及供应链深度协作，服务三一重卡电动化战略。

产能扩张方面，子公司浙江迦辰新能源 2025 年 4 月在宁波慈溪奠基“年产 5 万台大功率超级充电桩生产线项目”，总投资 4.66 亿元，聚焦一体式充电桩、分体式主机与终端等产品，计划 2026 年 12 月投产。海外战略上，公司计划积极参与国际展会，跟踪国际标准与新技术趋势，发展海外合作建厂，强化就地服务能力，及时响应客户需求，扩大区域客户覆盖，提高市场份额。

图表24：公司充电桩产品种类丰富



来源：公司官网、国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司是国内智能电表的核心供应商，近年加速布局充电桩、储能及智能微电网业务，开发和运营高效的充电设施和储能系统。此外公司还计划引入配网和直流电源等重要技术，以构建涵盖光伏发电、储能、充电及配电的一体化解决方案，进一步拓宽业务边界。

目前公司业务共有 3 大类：①智慧计量及系统、②计量箱及配件、③新能源设备及系统集成，其中智慧计量及系统贡献主要营收。

- 1) **智慧计量及系统**：公司智慧计量及系统包括智能电表、用电信息采集终端、物联网模组、采集系统与计费系统软件及运维服务等，2024 年营收占比达 85% 以上，贡献主要营收。业务后续增长确定性和持续性主要来自以下几个方面：①国内电网智能化、数字化升级持续推进，国南网对智能电表、采集终端等设备的新增及轮换需求保持强劲且刚性，近年招标量稳步增长，为公司提供稳定订单基础；②新能源并网消纳、用电侧需求增长、存量线路老化驱动海外智能电网投资增长，公司持续完善海外营销网络和服务体系，本地化能力提升有望加速公司海外市场份额获取，形成稳定收入来源。

综上，我们预计 2025-2027 智慧计量及系统实现营收 9.7/11.1/12.8 亿元，同比增长 10%/15%/15%。考虑未来持续加大研发投入，推动产品性能优化和差异化竞争，预计 25-27 年毛利率分别为 33.5%/33.8%/34.0%。

- 2) **计量箱及配件**：公司计量箱及配件包括高/中/低压计量箱、表壳和终端壳体以及依附在其内部的配件。计量箱作为智能电表、采集终端等核心计量设备的必需外壳和安装载体，其需求与核心计量产品高度绑定。一方面随着智能电表功能增强及安装环境要求提高，对计量箱的材质、智能化要求提升，驱动产品价值量上升；另一方面庞大的已安装设备基数为计量箱的维护、更换提供持续的后市场机会。

我们预计 2025-2027 计量箱及配件业务实现营收 1.2/1.6/2.0 亿元，同比增长 20%/25%/30%。考虑公司持续优化供应链管理和原材料采购策略，降低采购成本，提高生产效率，预计 25-27 年毛利率分别为 23.0%/24.0%/25.0%。

- 3) **新能源设备及系统集成**：全球新能源装机、电动汽车保有量将持续增长，充电桩、工商业储能市场未来增长潜力巨大。24 年 12 月公司设立全资子公司浙江迦辰智电科技有限公司，正式涉足“光储充配一体化”投资与运营领域，从单纯的设备制造向新能源系统集成服务的转型。25 年 4 月公司启动年产 5 万台大功率超级充电桩生产线项目，计划于 26 年 12 月建成投产，项目建成后有望拉动公司新能源业务快速增长。

我们预计 2025-2027 新能源设备及系统集成业务实现营收 0.5/0.7/0.9 亿元，同比增长 60%/40%/35%。考虑公司持续拓展新能源设备的产品线，从传统设备制造商向系统集成服务商转型，通过提供整体解决方案而非单一硬件，提升服务附加值和毛利率，预计 25-27 年毛利率分别为 12.0%/14.0%/15.0%。

- **费用率假设**：预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 3.1%/3.1%/3.1%，管理费用率分别为 4.3%/4.1%/4.0%，研发费用率分别为 4.9%/4.8%/4.8%。
- 综上，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 11.4/13.4/15.7 亿元，同增 12.5%/17.1%/17.7%，毛利率为 31.4%/31.6%/31.7%，归母净利润 2.2/2.8/3.3 亿元，同比增长 15.8%/23.4%/19.3%。


图表25：公司业务预测总览（亿元）

(单位：亿元)		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入		9.1	10.1	11.4	13.4	15.7
	YoY	13%	11%	12%	17%	18%
毛利率		28.6%	31.3%	31.4%	31.6%	31.7%
毛利		2.6	3.2	3.6	4.2	5.0
1、智慧计量及系统						
营业收入		7.9	8.8	9.7	11.1	12.8
	YoY	6%	12%	10%	15%	15%
毛利率		31.9%	33.2%	33.5%	33.8%	34.0%
毛利		2.5	2.9	3.2	3.8	4.3
2、计量箱及配件						
营业收入		0.8	1.0	1.2	1.6	2.0
	YoY	40%	26%	20%	25%	30%
毛利率		9.6%	22.8%	23.0%	24.0%	25.0%
毛利		0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
3、新能源设备及系统集成						
营业收入		0.3	0.3	0.5	0.7	0.9
	YoY		0%	60%	40%	35%
毛利率		2.5%	9.6%	12.0%	14.0%	15.0%
毛利		0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
4、其他						
营业收入		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	YoY	114%	-74%	10%	10%	10%
毛利率		3.0%	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

来源：公司公告，wind，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们采用市盈率法对公司进行估值，我们选取商业模式类似、同样处于智能电表行业的可比公司：三星医疗、许继电气、东方电子、威胜信息，2025 年可比公司平均 PE 为 16 倍。考虑到公司作为国内智能电表的核心供应商，充分受益于电网智能化升级的确定性增长前景，同时战略布局新能源（充电桩、储能等）及海外市场拓展成效初显，有望打开第二增长曲线。我们给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值，预计公司 2025 年目标市值为 47 亿元，对应目标价 24.05 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表26：可比公司估值表（市盈率法）（亿元）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）					PE				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
601567.SH	三星医疗	326	23.1	19.0	22.6	28.7	35.0	42.2	17	14	11	9	8
000400.SZ	许继电气	222	21.8	10.1	11.2	14.6	18.0	20.9	22	20	15	12	11
000682.SZ	东方电子	129	9.6	5.4	6.8	8.4	10.2	12.1	24	19	15	13	11
688100.SH	威胜信息	168	34.2	5.3	6.3	7.9	9.7	11.8	32	27	21	17	14
平均值									24	20	16	13	11
300880.SZ	迦南智能	41	20.9	1.5	1.9	2.2	2.8	3.3	26	21	18	15	12

来源：ifind、国金证券研究所 *注：1) 以 2025 年 6 月 9 日收盘价计算上述公司现价对应 PE；2) 除三星医疗，均采用 ifind 一致性预测



五、风险提示

电网智能化投资不及预期风险。公司大量业务收入来自于国网南网客户，因此营收与电网投资强相关，如果电网智能化改造进展缓慢、投资金额不及预期、智能电表和配网设备招标量下行，则会影响多项业务经营。

新业务进展不及预期。海外业务和新能源业务是公司正在推进的新商业模式，在实施初期阶段可能存在供应商管理、仓储物流管理、客户管理等环节管理经验不足导致新业务开展不及预期。

市场化竞争程度加剧。海外电力设备需求充沛，近年来吸引越来越多内资厂家出海，若价格竞争较为激烈，可能会对公司海外市场份额、盈利水平带来不利影响。

大股东减持风险。公司 25 年 5 月公告公司实际控制人之一致行动人宁波鼎耀企业管理合伙企业（有限合伙）拟通过集中竞价减持不超过 1,441,589 股（占 0.74%），周小玲、周月芬、周森月、何利荣拟通过集中竞价减持不超过 500,288 股（占 0.26%），大宗交易减持不超过 540,000 股（占 0.28%），减持计划实施可能导致公司股价下行风险。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	804	910	1,014	1,141	1,336	1,572
增长率		13.1%	11.5%	12.5%	17.1%	17.7%
主营业务成本	-546	-650	-697	-782	-913	-1,074
%销售收入	67.8%	71.4%	68.7%	68.6%	68.4%	68.3%
毛利	259	260	317	358	422	498
%销售收入	32.2%	28.6%	31.3%	31.4%	31.6%	31.7%
营业税金及附加	-3	-7	-7	-8	-9	-10
%销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-26	-25	-32	-36	-41	-49
%销售收入	3.3%	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-47	-45	-43	-48	-55	-63
%销售收入	5.9%	5.0%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
研发费用	-31	-41	-49	-56	-64	-75
%销售收入	3.8%	4.5%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	151	142	186	211	253	302
%销售收入	18.8%	15.6%	18.3%	18.5%	19.0%	19.2%
财务费用	5	6	6	11	12	14
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-5	2	-8	-1	-1	-2
公允价值变动收益	-2	1	0	2	3	4
投资收益	5	5	6	8	10	12
%税前利润	3.0%	2.7%	2.8%	3.1%	3.1%	3.2%
营业利润	164	178	220	256	318	380
营业利润率	20.3%	19.6%	21.7%	22.4%	23.8%	24.2%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	163	177	219	256	318	380
利润率	20.3%	19.5%	21.6%	22.4%	23.8%	24.2%
所得税	-24	-24	-30	-35	-43	-51
所得税率	14.5%	13.3%	13.8%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	140	154	189	221	275	329
少数股东损益	0	0	-4	-2	-1	0
归属于母公司的净利润	140	154	193	223	276	329
净利率	17.4%	16.9%	19.0%	19.6%	20.6%	20.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	140	154	189	221	275	329
少数股东损益	0	0	-4	-2	-1	0
非现金支出	16	22	33	24	27	32
非经营收益	-6	-6	-6	-10	-13	-16
营运资金变动	68	82	94	-38	5	9
经营活动现金净流	218	253	309	198	294	353
资本开支	-104	-29	-68	-55	-57	-62
投资	80	20	-94	0	0	0
其他	13	-1	5	8	10	12
投资活动现金净流	-11	-10	-157	-47	-47	-50
股权募资	10	8	54	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	0
其他	-50	-99	-61	-90	-111	-132
筹资活动现金净流	-40	-91	-6	-96	-110	-132
现金净流量	168	151	147	55	136	171

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	398	540	688	741	876	1,046
应收款项	293	305	303	337	391	455
存货	85	52	81	72	81	90
其他流动资产	118	111	108	116	135	157
流动资产	895	1,009	1,180	1,266	1,482	1,749
%总资产	75.1%	77.7%	72.9%	72.9%	74.7%	76.5%
长期投资	0	0	4	4	4	4
固定资产	247	242	227	254	278	305
%总资产	20.7%	18.6%	14.0%	14.6%	14.0%	13.3%
无形资产	27	26	26	27	29	30
非流动资产	297	289	438	470	502	536
%总资产	24.9%	22.3%	27.1%	27.1%	25.3%	23.5%
资产总计	1,192	1,298	1,617	1,736	1,985	2,285
短期借款	2	1	2	2	2	2
应付款项	307	338	462	454	532	628
其他流动负债	28	28	30	33	39	46
流动负债	337	367	494	488	572	676
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	8	13	6	6	5
负债	344	375	507	494	578	681
普通股股东权益	848	923	1,068	1,202	1,367	1,564
其中：股本	193	194	195	195	195	195
未分配利润	358	400	516	650	815	1,013
少数股东权益	0	0	43	41	40	40
负债股东权益合计	1,192	1,298	1,617	1,736	1,985	2,285

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.728	0.796	0.994	1.145	1.413	1.686
每股净资产	4.415	4.775	5.497	6.158	7.006	8.017
每股经营现金净流	1.135	1.308	1.593	1.016	1.506	1.809
每股股利	0.500	0.300	0.450	0.458	0.565	0.674
回报率						
净资产收益率	16.48%	16.68%	18.09%	18.60%	20.17%	21.03%
总资产收益率	11.72%	11.85%	11.94%	12.87%	13.89%	14.39%
投入资本收益率	15.21%	13.36%	14.39%	14.66%	15.54%	16.25%
增长率						
主营业务收入增长率	20.23%	13.13%	11.46%	12.45%	17.09%	17.71%
EBIT 增长率	31.18%	-5.83%	30.61%	13.48%	20.07%	19.20%
净利润增长率	31.69%	10.12%	25.49%	15.75%	23.37%	19.30%
总资产增长率	15.46%	8.92%	24.61%	7.35%	14.31%	15.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.0	116.0	106.7	105.0	104.0	103.0
存货周转天数	48.5	38.6	34.8	34.0	33.0	32.0
应付账款周转天数	129.0	124.8	142.8	144.0	145.0	146.0
固定资产周转天数	110.9	96.9	81.4	74.7	65.1	56.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.88%	-63.86%	-64.53%	-62.13%	-64.66%	-67.54%
EBIT 利息保障倍数	-29.1	-22.8	-32.6	-19.5	-20.7	-20.9
资产负债率	28.86%	28.92%	31.36%	28.45%	29.12%	29.81%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究