

增持 (首次)

炬华科技 (300360)

电表业务稳定增长，充电桩和物联网构筑新成长曲线

2023年4月8日

市场数据

日期	2023-04-07
收盘价(元)	14.62
总股本(百万股)	504.39
流通股本(百万股)	435.94
净资产(百万元)	2867.48
总资产(百万元)	3556.35
每股净资产(元)	5.69

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证电新】行业跟踪报告: 电动车快充加速, 充电桩迎来新机遇》2023-03-19

分析师:

王帅
wangshuai21@xyzq.com.cn
S0190521110001

投资要点

- **电表进入上行周期, 营收稳定增长。**电表采购周期源于国家计量器具的强制检定周期, 国家强检周期不超过 8 年, 由于电表检定成本较高和可实施性较低, 因此电网主要以直接采购新表来代替检定, 同时电表稳定性在长期使用后会有下降, 不利于电网公司运维, 因此电网逐渐形成了 8 年为一替换周期。2021、2022 年国家电网智能电表招标总量分别为 6674 万和 7014 万只, 同比增长 27.9%和 5.1%, 2021 和 2022 年招标总金额达到 200.59 和 256.39 亿元, 同比增长 49.41%和 27.82%。我国电表目前保有量基数大, 电表年更换需求较大, 叠加新增电表需求, 预计电表的上行周期有望持续至 2024 年。公司电表市占率 2022 年上升至 4.12%, 市占率提升近 1pct, 逐渐达到第一梯队水平, 盈利能力强于竞争对手, 预计公司有望借助新一轮电表周期, 业绩稳定增长。
- **美国充电桩政策提高市场准入壁垒, 公司充电桩快速进入美国市场实现高增长。**2021 年, 国内公共充电桩比达到 6.8, 大幅领先美国的 17.7 和欧洲的 16.4, 海外公共桩存在较大数量缺口, 预计 2025 年海外充电桩的市场规模达到 810 亿元, 其中直流快充占比 80%, 2021 年至 2025 年的复合增速达到 76%。美国政府在 2023 年 2 月 15 日正式推出《两党基础设施法案》, 侧重于对高速公路、生活和工作区域充电桩补贴, 要求组装和外壳的生产在美国本土进行, 2024 年 7 月之前充电桩需超过 55%零部件采购来自美国, 加深充电桩企业进入美国市场的壁垒。公司依靠多年充电桩的研发积累和美国下游伙伴的深度合作, 已率先通过欧洲和美国的认证, 预计 2023 年下半年充电桩业务在美国快速放量。
- **能源物联网业务有望迎来快速成长。**公司 2016 年收购上海纳宇, 主要业务涵盖了轨道交通、楼宇园区、学校医院、数据中心、新能源等行业的能源物联网产品及解决方案, 具有能耗管理云平台、电气火灾监控云平台、智能远程抄表系统、电力监控及运维系统、电动汽车充电运营云平台等能源物联网信息云平台和本地信息管理系统, 已经应用于全国 79 条地铁线、上海中心大厦等上百个国家重大项目中, 拥有自主知识产权产品《NY5000 能耗管理系统》获上海市科技成果评测鉴定证书。在“双碳”目标和电价改革的背景下, 企业节能控耗需求明显提升, 同时叠加分布式电源和充电桩等并网, 促进能源物联网的需求激增, 预计 2025 年全球能源物联网市场空间有望达到 352 亿美元, 公司有望依靠子公司上海纳宇领跑能源物联网市场。
- **投资评级:**公司电表业务迎来上行周期, 同时充电桩业务和能源物联网业务有望成为公司新的增长点, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 16.38/24.00/33.40 亿元, 归母净利润分别为 4.23/6.46/7.66 亿元, 对应估值分别 17.4/11.4/9.6, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**国网、南网电表招标数量不及预期; 海外充电桩销量不及预期; 能源物联网业务销量不及预期。

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1210	1638	2400	3340
同比增长	10.3%	35.3%	46.5%	39.2%
归母净利润(百万元)	318	423	646	766
同比增长	8.4%	33.1%	52.8%	18.6%
毛利率	39.0%	39.7%	40.1%	39.3%
ROE	12.0%	14.4%	18.6%	18.9%
每股收益(元)	0.63	0.84	1.28	1.52
市盈率	23.2	17.4	11.4	9.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、公司基本情况	- 4 -
1.1、电表业务为基础，布局能源物联网和充电桩	- 4 -
1.2、公司股权结构稳定，管理层技术背景深厚	- 4 -
1.3、充分发挥计量技术优势，拓展公司产品矩阵	- 6 -
1.4、电表收入稳健增长，充电桩&能源物联网收入未来可期	- 6 -
1.5、股权激励稳步推进，助力公司长远可持续发展	- 7 -
1.6、收购海外电表公司，海外业务占比逐渐提高	- 8 -
1.7、利润率显著提升，费用率逐年下降	- 8 -
1.8、注重研发持续投资，加强研发团队建设	- 9 -
2、电表业务	- 10 -
2.1、新一代智能电表叠加行业上行周期，电表业务快速成长	- 10 -
2.2、行业壁垒增加，未来产业集中度有望提高	- 11 -
2.3、公司市场份额逐年提升	- 12 -
3、充电桩业务	- 13 -
3.1、欧美公共直流快充桩需求较大	- 13 -
3.2、海外补贴政策加码公共充电桩	- 14 -
3.3、海外充电桩未来需求较大	- 15 -
3.4、2025 年海外充电桩市场达到 810 亿元	- 16 -
3.5、炬华科技海外充电桩布局	- 16 -
4、能源物联网业务	- 17 -
4.1、用户侧提高能源效率和新能源并网促进能源物联网发展	- 17 -
4.2、能源物联网与传统能源网络的区别	- 18 -
4.3、公司布局企业能源物联网多年，产品实力强劲	- 18 -
4.4、能源物联网 2025 年市场空间有望达到 352 亿美元	- 20 -
5、盈利预测与估值	- 20 -
6、风险提示	- 21 -

图 目 录

图 1、公司发展历程	- 4 -
图 2、公司股权结构和子公司业务布局	- 5 -
图 3、公司营业收入及增速	- 7 -
图 4、公司主营业务结构	- 7 -
图 5、公司海外业务占比逐年提升	- 8 -
图 6、可比公司智能电表业务毛利率	- 9 -
图 7、可比公司归母净利率	- 9 -
图 8、公司费率呈下降趋势	- 9 -
图 9、期间费用率低于可比企业	- 9 -
图 10、公司 22 年前三季度研发费用率增长 28%	- 10 -
图 11、研发人员学历结构改善明显	- 10 -
图 12、国家电网智能电表招标数量统计	- 10 -
图 13、国家电网电表招标金额统计	- 11 -
图 14、2021 年电表市场份额	- 12 -
图 15、炬华科技 2019~2022 年电表网内中标金额逐年提升	- 12 -
图 16、公司电表出货结构	- 13 -

图 17、公司电表平均单价逐渐上升.....	- 13 -
图 18、2017-2021 年全球车桩比（公共桩）.....	- 14 -
图 19、2017-2021 年美国快充桩与慢充桩数量（台）.....	- 14 -
图 20、2025 年新能源车保有量达到 2897 万辆.....	- 15 -
图 21、2025 年充电桩保有量将达 1907 万台.....	- 15 -
图 22、公司充电桩产品.....	- 16 -
图 23、炬华科技充电桩发展历史.....	- 17 -
图 24、2023 年 3 月 31 日国家能源局出台政策推动能源物联网发展.....	- 17 -
图 25、能源物联网的体系架构.....	- 18 -
图 26、炬华科技能源物联网信息平台.....	- 19 -
图 27、智慧用能综合检测平台.....	- 19 -

表目录

表 1、核心高管产业背景深厚.....	- 5 -
表 2、公司产品矩阵.....	- 6 -
表 3、股权激励调动员工积极性.....	- 8 -
表 4、海外加速公共充电桩建设.....	- 14 -
表 5、IRA 与《两党基础设施法案》对比.....	- 15 -
表 6、2022 年至今海外充电桩市场测算.....	- 16 -
表 7、公司盈利预测假设.....	- 20 -

报告正文

1、公司基本情况

1.1、电表业务为基础，布局能源物联网和充电桩

依托电表业务，业务版图不断扩张。2001年，正华电子成立，以ODM形式为全国各大电能表厂商提供电能表模块和半成品及用电信息采集系统产品。2003年，兴华软件成立，主要从事计量仪表软件开发和销售，为相关电能表厂商提供产品软件方案。2006年，成立炬华有限拓展自主品牌电能表业务。2009年，炬华有限收购正华电子、兴华软件100%股权，并于2010年完成股改，变更为股份有限公司。自此以后，炬华有限从事电能计量仪表和用电信息采集系统产品自主品牌和ODM业务，通过整合正华电子、兴华软件的技术、生产等力量，公司成功地在国家电网、南方电网和各网省公司及地方电网公司中标，实现了自主品牌在国内的快速提升。

布局能源物联网产业发展，拓展海外充电桩业务。2014年，公司成功在深交所创业板上市，2015年和2016年分别收购炬源智能、上海纳宇等公司开拓水表和能源管理系统领域业务。2017年公司开始布局充电桩业务，2019年底，子公司正华电子充电桩产品顺利通过欧洲客户验收，正式进军海外充电桩市场。2020年，子公司炬华联昕收购深圳普颂33%股份，布局上游电子元器件。2021年，子公司上海纳宇投资建设智能电气及能源物联网研发检测中心，进一步拓展微电网业务。2023年，公司交流桩已取得欧洲CE认证和美国ETL认证。

图 1、公司发展历程



资料来源：炬华科技招股说明书，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

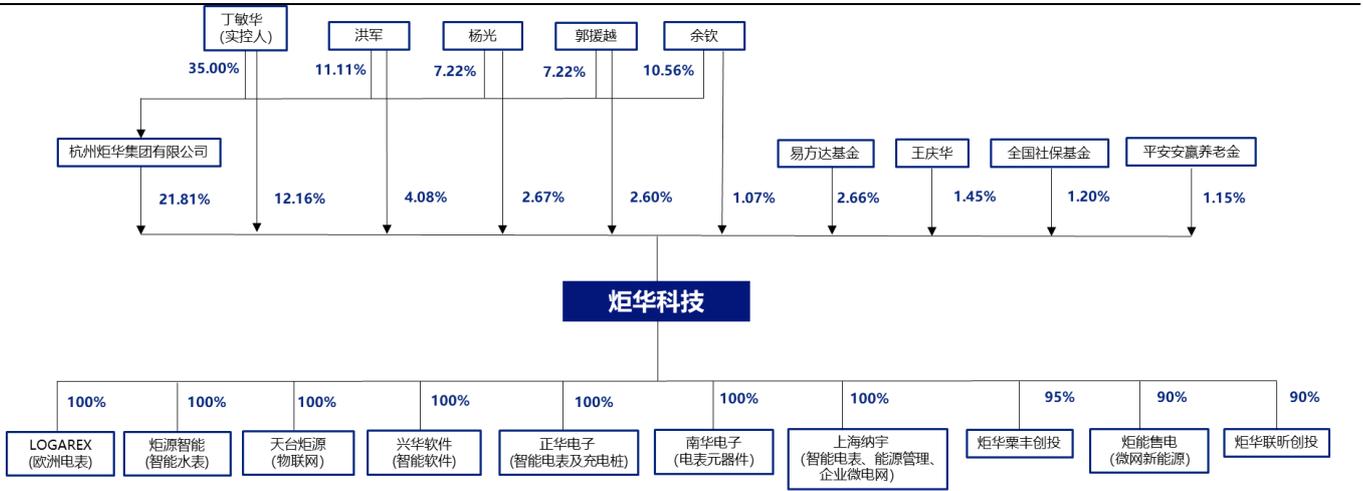
1.2、公司股权结构稳定，管理层技术背景深厚

公司股权结构稳定，高管持股比例较高。公司创始人和实际控制人为董事长丁敏华，其直接持股份额为12.16%，通过杭州炬华集团间接持股份额达7.63%，合计持股份额为19.79%。公司前十大股东合计持股50.85%，与上期持平，稳定的股权结构有利于公司的经营和发展。公司成立7家全资子公司和多家控股子公司，布局欧洲电表业务、水表业务、能源物联网业务、充电桩业务、软件业务和产业投资。多家子公司的设立一方面丰富了公司产品矩阵，另一方面，也将成为公司上

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

下游协同的发力抓手。

图 2、公司股权结构和子公司业务布局



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

管理具备深厚产业背景，注重产品创新研发。公司创始人丁敏华为教授级高级工程师，本硕博均毕业于浙江大学测试计量技术及仪器专业，现任中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会理事，中国仪器仪表学会电磁测量信息处理仪器分会高级会员。自 2001 年创立正华电子以来，丁敏华带领公司深耕电表行业，精准把握国网改革机遇，及时资产重组后使用自主品牌参与电网统一招标。公司现任董事、总经理杨光同样毕业于浙江大学，曾于国磁记录设备公司分公司任技术科副科长、新艺高电气有限公司总经理等职务，于 2005 年加入兴华软件任副总经理，具备深厚的电表和技术背景。公司核心管理层在电表业务积累了丰富的经验，技术实力雄厚，确保公司在发展战略和技术创新方面保持卓越的竞争力。

表 1、核心高管产业背景深厚

姓名	职务	学历	工作经历
丁敏华	实控人 董事长	1987 年浙江大学测试计量技术及仪器专业毕业； 1990 年浙江大学硕士研究生毕业。	1990 年在中国磁记录设备公司历任技术科长、总工程师，2001 年任杭州正华电子科技有限公司执行董事，2010-2023 年担任炬华科技董事长。
郭援越	副董事长 财务总监	1987 年浙江大学测试计量技术及仪器专业毕业； 1992 年浙江大学研究生毕业。	1992 年在浙江大学技术实业总公司任技术开发部经理，1995 年起任中美合资南京洛普公司杭州分公司开发部经理，1997 年至 2001 年任浙江汇能电力电子设备有限公司副总经理。2001 年任杭州正华电子科技有限公司副总经理，现任公司副董事长、财务总监。
杨光	董事 总经理	1991 年浙江大学无线电专业毕业。	1991 年在中国磁记录设备公司任技术科副科长，2001 年加入杭州新艺高电气有限公司任总经理，2005 年加入杭州兴华软件技术有限公司任副总经理，现任董事长。
王斌	董事 副总经理	2008 年中国计量大学毕业。	2008 年加入杭州炬华科技股份有限公司，历任技术研发工程师、销售部经理，现任公司董事、副总经理。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.3、充分发挥计量技术优势，拓展公司产品矩阵

以电表业务为基础丰富公司产品矩阵。公司主要产品分为智慧计量与采集系统、智能电力终端及系统、物联网智能水表、智能配用电产品及系统、智能充电设备、物联网传感器及配件等物联网产品和综合能源服务解决方案。智慧计量与采集系统涵盖智能电能表、采集设备；智能电力终端及系统涵盖电力监控终端设备、电气安全终端设备、服务平台软件；智能流量仪表及系统涵盖智能水表、智慧水务管理服务平台；智能配用电产品及系统涵盖电动汽车充电桩及系统、谐波治理设备、智能电气；物联网传感器及配件主要包含物联网传感器和壳体等配件。

表 2、公司产品矩阵

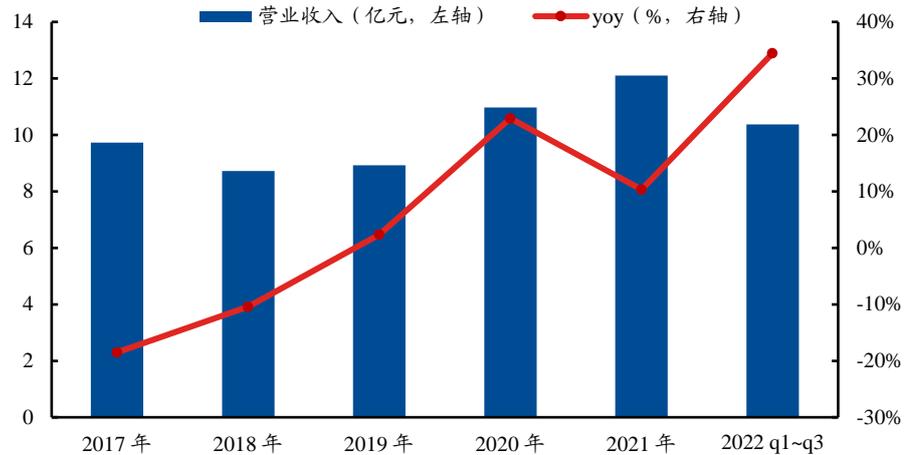
分类	产品	示意图
智能电能表	单相智能电表、三相智能电表等	
用电信息采集终端	智能采集、智能终端等	
智能流量仪表	预付费远传智能水表、电子式物联网水表等	
充电桩	交流桩、一体式直流桩、分体式直流桩等	
智能监控仪表	智能电力仪表等	
电能安全监控产品	电缆及电气接头检测等	
物联网通讯设备	云边路由器、通讯转换器等	
电能质量治理产品	低压智能投切开关、抗谐波低压智能电容器等	
物联网产品	变压器、互感器、电力变送器	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、电表收入稳健增长，充电桩&能源物联网收入未来可期

电表业务趋势向好，充电桩&能源物联网贡献新增长点。公司主营的智能电表产品具有相对固定的使用寿命，行业存在原有产品替换需求，产品使用周期一般不超过 8 年，因此公司业绩受行业需求的周期性波动影响较大。2017~2019 年，受电表更换需求周期性回落影响，公司营收由 9.73 亿元下降至 8.92 亿元。2020 年，新一轮电表更换周期降临，叠加新一代智能电表需求增加，电表招标单价逐步提升，公司营收也迎来快速成长期。2020~2021 年，公司营收由 10.97 亿元上升至 12.1 亿元，同比增加 10%。2022 年前三季度，公司营收规模达到 10.37 亿元，同比增长 34%，主要受益于公司在国网、南网电表份额的提升。未来，公司将全面布局充电桩和能源物联网及新能源产业，公司营收规模有望登上新的台阶。

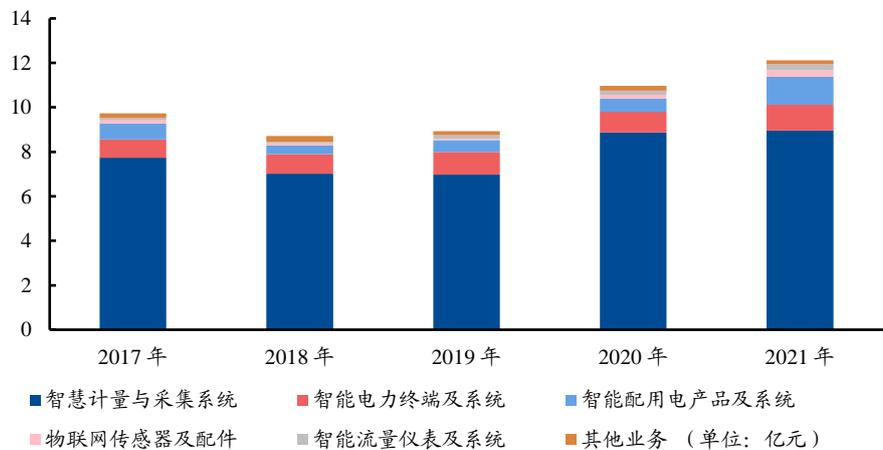
图 3、公司营业收入及增速



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

智能电表业务贡献主要营收，充电桩等新业务为新增长点。2017~2020 年间，公司智能电表业务营收由 7.74 亿元增长至 8.96 亿元，年均复合增长率为 3.7%，占总营收的 74.0%。2021 年，公司多业务发力，智能电力终端、智能配用电、物联网传感器、智能流量仪表业务营收分别同比增长 23%、119%、67%、40%。

图 4、公司主营业务结构



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、股权激励稳步推进，助力公司长远可持续发展

充分调动员工积极性，核心管理人员共享成长红利。公司于 2022 年 10 月正式落地股票激励计划，深度绑定业务骨干，中层管理人员和技术研发人员占绝大多数，考核目标为相比于公司 2021 年营收和净利润，2022 年和 2023 年营业收入增长率不低于 15%/30%或净利润增长率不低于 15%/30%。作为一个以技术投入为主的企业，将公司利益与员工利益绑定在一起，为公司核心队伍的建设起到积极的促进作用，且股权激励机制使激励对象的薪酬收入与公司业绩表现相结合，使激励对象的行为与公司的战略目标保持一致，促进公司长久发展。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 3、股权激励调动员工积极性

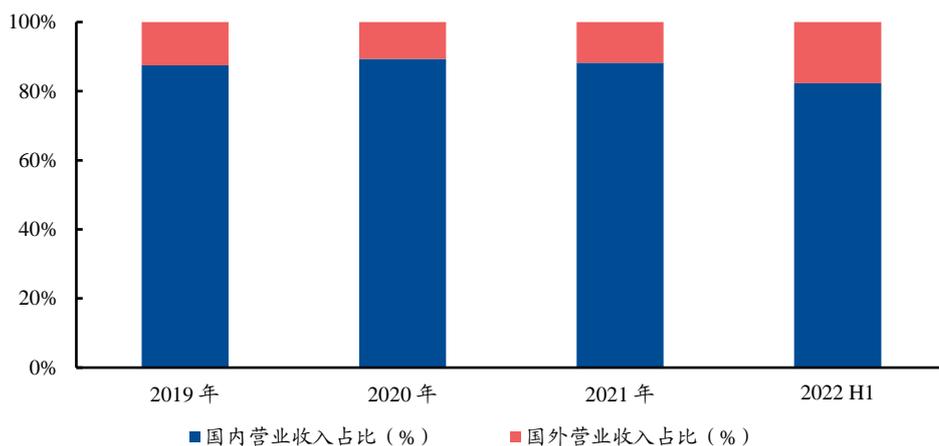
激励类型	2022 年	2023 年	2024 年	总费用
限制性股票（单位：万元）	2040.92	2633.28	645.3	5319.5

资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

1.6、收购海外电表公司，海外业务占比逐渐提高

依托欧洲子公司，公司海外业务占比逐年提升。2016 年，公司收购 Logarex 智能电表公司，并依靠其技术和本土业务进行海外电表业务开拓。2022 年上半年，公司海外业务营收为 1.21 亿元，同比增长 135%，其在公司营收占比上升至 17.6%。2023 年，随着公司推进美国充电桩的认证及销售进度，叠加美国电动汽车充电设施需求爆发，预计公司在美国充电桩市场将迎来飞跃，随之海外业务占比也将上升至新的阶段。

图 5、公司海外业务占比逐年提升



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

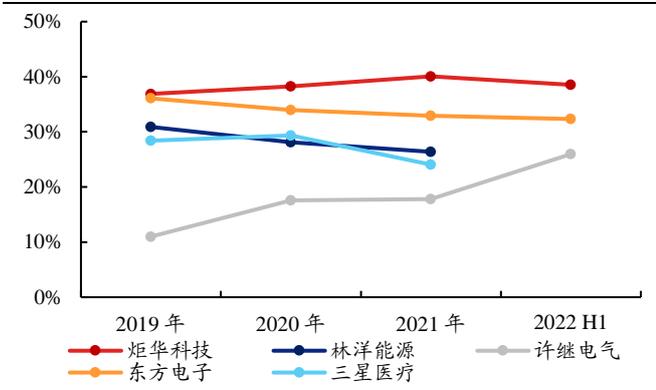
1.7、利润率显著提升，费用率逐年下降

智能电表业务毛利率保持高位，未来仍有上升空间。2019~2022 年 H1，公司智能电表业务毛利率由 36.89% 上涨至 38.53%，始终处于行业领先地位，毛利率增长主要源于高毛利率的智能计量与采集系统业务占比提高。截止至 2021，公司主要竞争对手林洋能源、许继电气、东方电子、三星医疗智能电表业务毛利率分别为 26.38%、17.78%、32.91% 和 24.06%，与公司毛利率存在一定差距。2022 年，由于智能电表上游原材料价格上涨，公司毛利率出现小幅波动。预计 2023 年公司电表业务单价和招标数量上涨叠加原材料价格下降，公司毛利率将迎来修复。

归母净利率高于可比公司，盈利能力行业领先。2019~2022 年 Q3，公司归母净利率均高于主要竞争对手，盈利能力优势显著，维持行业领先地位。受到疫情对供应链的影响，2020 年和 2021 年公司归母净利率出现小幅波动，但公司盈利修复

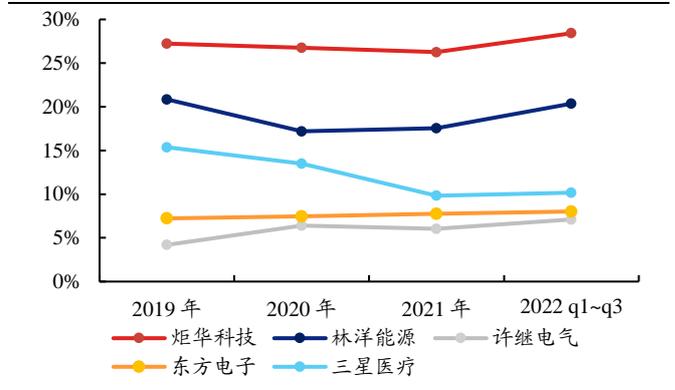
能力显著，2022 前三季度归母净利率持续增长，公司 2022 年前三季度归母净利率 28.42%，与 2021 年相比增加 2.16pcts。

图 6、可比公司智能电表业务毛利率



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

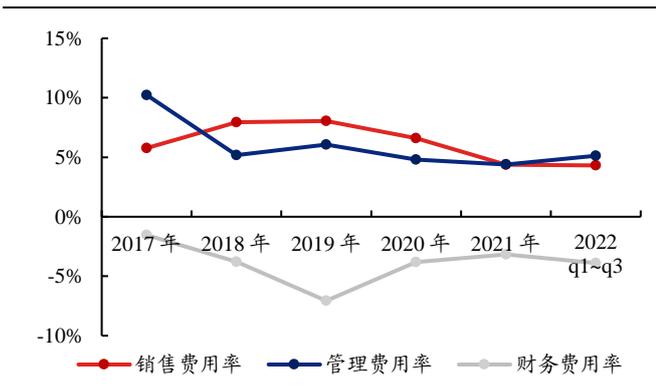
图 7、可比公司归母净利率



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

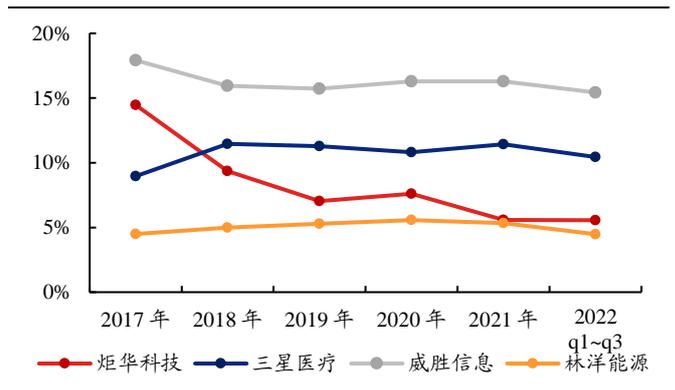
期间费率降幅显著，可比企业中处于优势地位。2017~2022 年 Q3 公司期间费用率呈现下降趋势，由 14.47% 下降至 5.56%。2022 年以来，公司积极开拓南亚、非洲电表市场，并努力推进美国市场充电桩业务，销售及管理费用有所上涨，分别为 0.45 亿元和 0.53 亿元，同比增长 48%、53%，由于公司营收快速增长摊薄相关费用，2022 年前三季度期间费用率为 5.56%，接近 2021 年期间费用率。此外，2020 年以来，公司财务费用保持在 -0.4 亿元左右，利息收入高于相关费用，公司资金状况良好，财务风险较小。公司 2022 年前三季度期间费率低于大部分同业竞争公司，彰显公司优异的管理能力。

图 8、公司费率呈下降趋势



资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、期间费用率低于可比企业



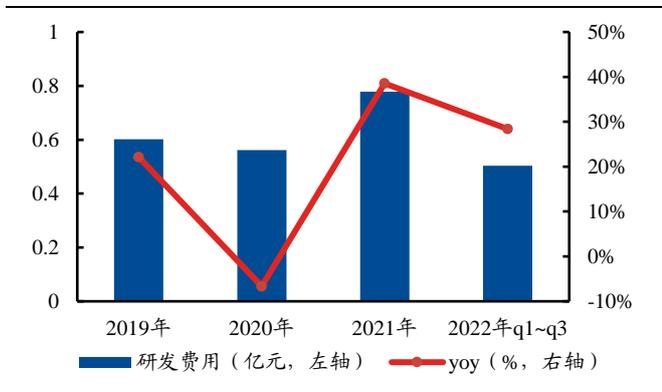
资料来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

1.8、注重研发持续投资，加强研发团队建设

研发持续高投入，研发人员学历结构改善明显。2018~2021 年间，公司研发费用由 0.49 亿元上涨至 0.78 亿元，复合年增长率达到 16%；2022 年前三季度，公司研发费用达到 0.5 亿元，同比增长 28%。此外公司加强研发团队建设，研发人员平均学历和人数显著提高，2021 年公司研发人员中硕士及本科学历人数分别为 31

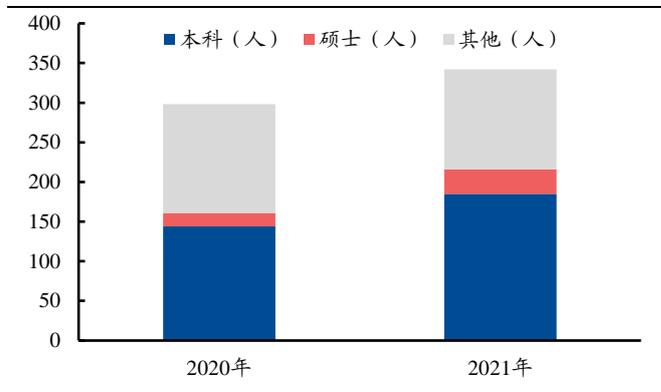
和 185 人，分别同比增长 82% 和 28%，同时研发人员中本科及以上学历比例突破 63%。

图 10、公司 22 年前三季度研发费用率增长 28%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、研发人员学历结构改善明显



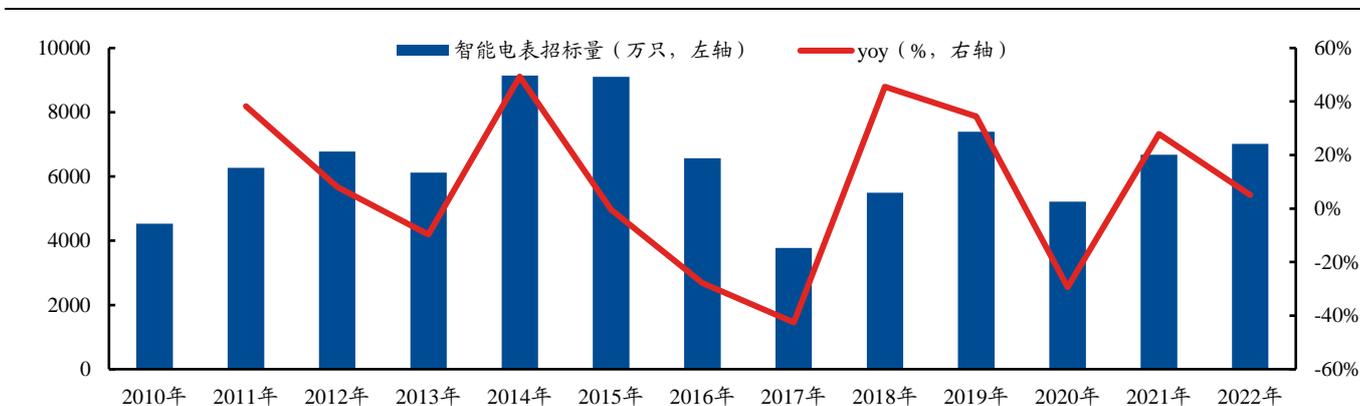
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、电表业务

2.1、新一代智能电表叠加行业上行周期，电表业务快速成长

行业处于上行周期，招标数量上升趋势明显。电表采购周期源于国家计量器具的强制检定周期，国家强检周期为 8 年，由于检定成本较高和可实施性较低，因此电网主要以直接采购新表来代替检定，同时电表稳定性在长期使用后会有下降，不利于电网公司运维，因此电表的更换周期在 8-10 年左右。国网电表是在 2009 年开始招标，2013 年受电表新标准《2013 版智能电表系列企业标准》影响招标量有所下滑，2014~2015 年达到招标数量的高峰，2016-2017 年招标数量快速减少，需求周期进入谷底。2018 年开启新一轮电表更换周期。2020 年受疫情和新一代智能电表推广，整体招标量有所下滑，2021、2022 年国家电网电表招标总量快速修复至 6674 万和 7014 万只，同比增长 27.9% 和 5.1%。预计 2023 年和 2024 年电表招标数量达到峰值。

图 12、国家电网智能电表招标数量统计



资料来源：中国现代电网量测技术，兴业证券经济与金融研究院整理

电表智能化升级促进招标金额提升。2013年，国网颁布《2013版智能电表系列企业标准》，对参与招标的智能电表制定了包括选用先进计量芯片、细化事件记录、防交直流强磁场窃电等15类主要元器件技术规范，并对该版智能电表实行全省统一自动化检定。2016年，国网发布《基于IR46理念的“双芯”智能电能表设计方案》，首次提出计量芯与管理芯分离的“双芯”智能电表架构设计，并于2018、2019年完成了样机的研发和试运行。2019年6月，国网推出新一代智能电表，采用多芯模组化结构设计，在“双芯”架构基础上增加由计量模组芯、管理模组芯、扩展功能模组内连组成的计量模组系统，适用于电动汽车有序充电、居民用电负荷特征智能分析应用、“多表合一”信息采集应用等典型应用场景，实现了智能电表设计的新跨越。随着电表智能化、功能多样化，单表的价值量有所提升，行业整体的招标价值量增速大于电表数量增速。2019年国家电网智能电力产品招标总金额为159.84亿元，同比增长31.33%。受疫情影响，叠加新标准过渡期，2020年招标总金额下滑至134.25亿元。2021和2022年电表需求明显回升，招标总金额分别达到200.59和256.39亿元，同比增长49.42%和27.82%。考虑到分布式光伏、用户侧储能接入配网都需要加装智能电表，因此电表不仅有存量替代市场，还有较大的增量市场。预计2023年和2024年行业招标数量和总额逐年增加，处于上行周期。

图 13、国家电网电表招标金额统计



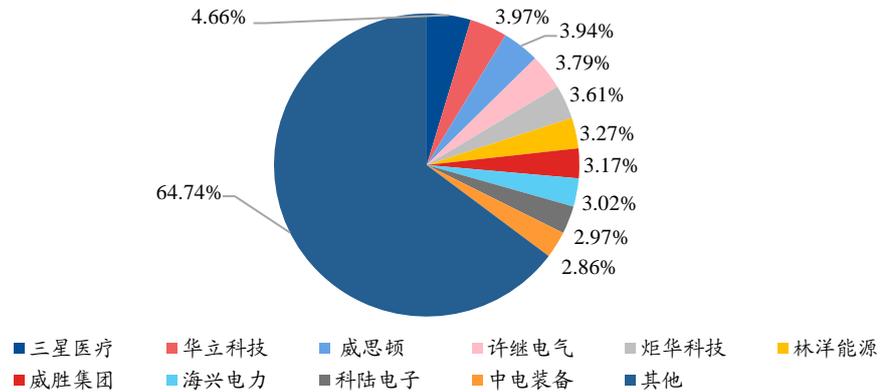
资料来源：煜邦电力，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、行业壁垒增加，未来产业集中度有望提高

电表功能多样化加深行业壁垒，行业集中度有望提升。智能用电行业市场化程度较高，行业内企业较多，现阶段市场集中程度较低。对于智能电表、用电信息采集终端等产品，电网客户主要采取集中招标的方式进行采购。智能电表除具有普通电表所有功能外，现增加实时监控、自动控制、信息交互及数据处理等功能，技术水平要求高、产品设计方案架构复杂。电表行业存在资质壁垒，由于电力行业及计量行业的特殊性质，进入该行业的企业实行较为严格的资质准入制度，新玩家入局门槛较高。行业集中度方面，2021年参与国家电网智能电表及用电信息采集终端集中招标的供应商超过95家，无份额比超过5%的企业，反映了供方市场参与者众多，竞争较为分散，尚无任何一家企业可单独形成垄断优势。2021年

CR5 份额为 19.97%，CR10 份额为 35.26%，市占率第一企业三星医疗与第五名的炬华科技差值仅为 1.05%，行业竞争激烈。2023 年以后，随着智能电表招标规模进入高峰以及对准入企业的门槛提高，头部企业凭借产品的技术优势市占率有望迎来提高。

图 14、2021 年电表市场份额

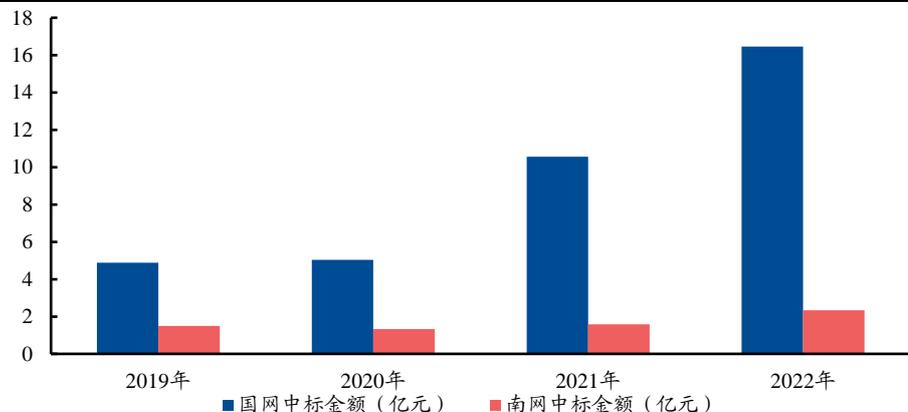


资料来源：观研报告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、公司市场份额逐年提升

中标金额及份额双增，新周期迎来新机遇。2019 年以来，公司在国网、南网的中标规模及订单占比都呈现良好上升趋势。2019~2022 年，公司在国网、南网的年度中标金额分别由 4.9 亿元、1.5 亿元上升至 16.46 亿元、2.33 亿元，年复合平均增长率达到 50%、16%。订单占比方面，国网电表采购订单中公司所占比例稳步提升，公司用三年的时间实现订单大幅提升。公司根据电力行业市场变化，在立足技术创新优势，不断提高智能制造水平和产品质量，整合优势资源，提升客户服务水平和客户满意度，在电网招标中保持市场份额领先地位，已成为国家电网和南方电网主要供应商之一，预计公司在网内招标将继续保持良好增长态势。

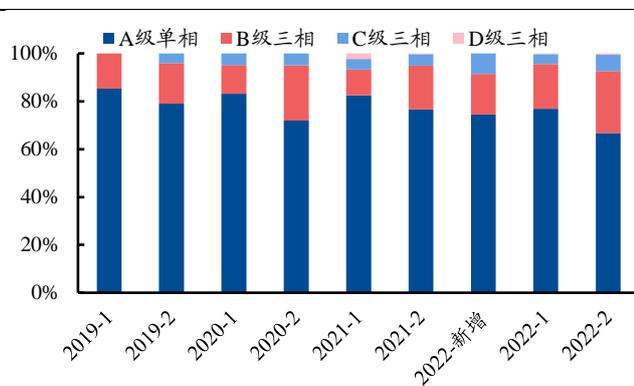
图 15、炬华科技 2019~2022 年电表网内中标金额逐年提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

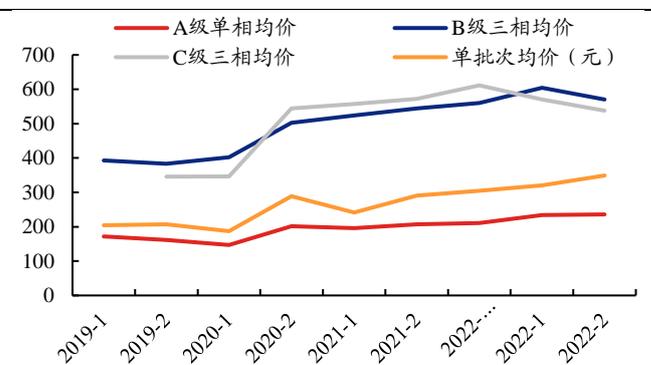
出货结构不断改善，中标单价显著提升。出货结构方面，公司 B 级三相智能表出货比例显著提升。在国网 2019 年 1 批次招标中，公司 A 级单相智能电表中标数量为 78 万台，占总中标量比例超过 85%；在 2022 年 2 批次统一招标中，公司 A 级单相智能表和 B 级三相智能电表中标数量分别为 63.39 万台、24.6 万台，分别占比 67%、26%，公司该批次 B 级三相智能电表出货量相较于 2019 年 1 批次提升 84%。订单均价方面，2019 年~2022 年间，公司中标单表均价由 2019 年 1 批次的 204 元上涨至 2022 年 2 批次的 349 元，累计提升幅度达到 71%。此外公司正积极布局高精度智能电表，截至 2022 年，国网 D 级智能电表招标中标企业数量一般维持在 6 家以内，公司该规格产品累计出货量已达 3.85 万台，处于行业领先地位。未来随着国网对电表精度要求的不断提高，公司高精度电表出货占比有望进一步提高，单表均价仍有较大提升空间。

图 16、公司电表出货结构



资料来源：国家电网，电力猫，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司电表平均单价逐渐上升



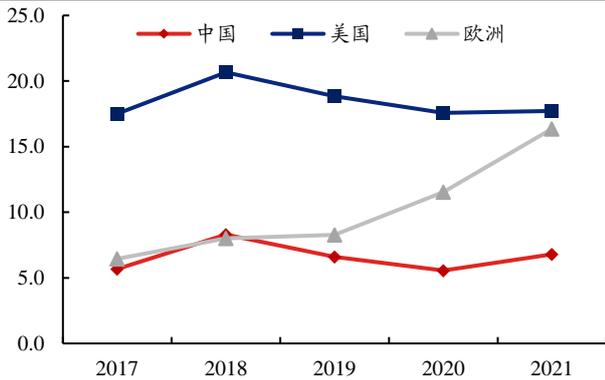
资料来源：国家电网，电力猫，兴业证券经济与金融研究院整理

3、充电桩业务

3.1、欧美公共直流快充桩需求较大

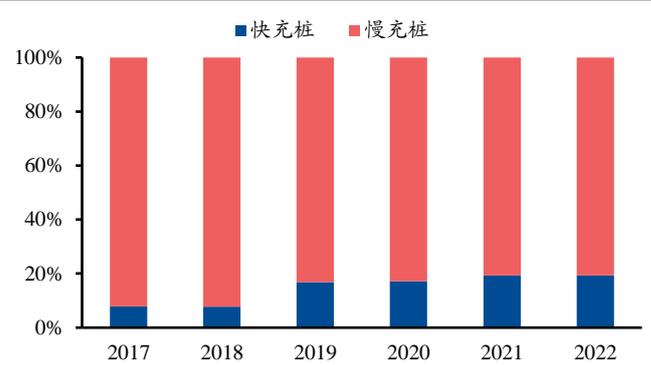
电动车渗透率提高，公共快充桩需求较大。2021 年，国内公共桩车桩比达到 6.8，大幅领先美国的 17.7 和欧洲的 16.4。随着电动车渗透率进一步提升，终端用户长距离出行诉求明显提高，国内春节和十一黄金周期间，高速公路服务区出现充电桩排队时间较长的现象，反映了国内公共桩整体数量仍然需要补充，海外此问题更加严重。公共桩中直流快充桩是解决电动车主充电焦虑的最佳办法，2022 年美国直流快充占公共桩总数的 16.4%，相比国内的 42.3%，海外公共桩存在结构失衡的问题。

图 18、2017-2021 年全球车桩比（公共桩）



资料来源：IEA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2017-2021 年美国快充桩与慢充桩数量（台）



资料来源：IEA，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、海外补贴政策加码公共充电桩

海外充电桩缺口较大，政策推动行业发展。2022 年 4 月，欧洲汽车制造商协会（ACEA）表示，欧盟公共充电桩安装速度过慢，导致欧盟范围内公共充电桩数量严重不足，欧盟应尽快加大对电动汽车基础设施的投资建设力度。根据 ACEA 测算，到 2030 年整个欧盟范围内需要约 680 万个公共充电桩，目前欧盟境内只有 37.4 万个公共充电桩，欧盟每周需安装 1.4 万个充电桩才能满足需求，但目前每周实际安装量还不到 2000 个，充电桩仍有较大缺口。面对公共充电桩建设不及预期，欧盟各国相继出台建设规划和激励政策。海外公共充电桩建设不及预期主要受限于政府审核周期较长、安装成本较高和硬件采购成本较高。

表 4、海外加速公共充电桩建设

国家	时间	政策
美国	2021 年 11 月	规划 75 亿美元预算，建设 50 万个公共充电桩，在州际公路上每 50 英里配备一个充电站，每个充电站至少有 4 个快充桩。
欧盟	2021 年 7 月	欧盟委员会公布“Fit for 55”，要求在高速公路上每 60 公里设置充电站，目标到 2030 年将有 350 万个充电站，到 2050 年将有 1630 万个充电站。
	2022 年	《EU EV Charging Masterplan》：到 2030 年，850 亿欧元将用于公共充电基础设施，其中 590 亿欧元用于公共快速充电。
英国	2022 年 3 月	投资 16 亿英镑，2030 年充电站数量达到 30 万个。公司和个人可以获得高达 75% 的充电设施购买和安装成本的补贴。
	2023 年	提供 9.5 亿英镑支持在高速公路服务区建设的快速充电基础设施。
德国	2022 年 10 月	未来三年投资 63 亿欧元，扩大电动车充电站数量。到 2025 年底，该计划将建造至少 5 万座充电站（其中至少 20,000 个快充站），到 2030 年时 100 万座充电站。
爱尔兰	2021 年	未来 8 年内为电动汽车提供 10 万个快速充电桩，提供最高 5000 欧元补贴支持公共充电桩的发展，居民安装私人充电桩最高可获得 600 欧元的补贴。
法国	2022 年 3 月	根据法国 2030 年投资计划框架，充电基础设施的补贴金额可以达到成本的 40%，总预算为 3 亿欧元。
瑞典	2022 年	瑞典财政部计划 2023 至 2025 年度分别新增 5.4 亿、16.1 亿和 11.2 亿瑞典克朗补贴充电基础设施建设，2023-2025 年通过 Klimatlivet 提供总计 14 亿元瑞典克朗投资充电基础设施。
韩国	2021 年 11 月	到 2025 年新建 50 万座充电桩和超高速充电桩。
日本	2022 年	计划在 2030 年前建设 15 万座充电站。

资料来源：EVBOX，ACEA，BMDV，兴业证券经济与金融研究院整理

美国通胀削减法案(IRA)和《两党基础设施法案》持续加码充电桩补贴。IRA于2022年8月推出,侧重于税收抵免,对个人充电桩税收抵免30%,最高上限1000美金,对商业充电桩的税收抵免6%,上限为10万美金。电动汽车充电站必须位于低收入社区或非城市地区。拜登政府在2023年2月15日正式推出《两党基础设施法案》,加强对高速公路和居民生活、工作区域充电桩补贴,但要求充电桩外壳和组装的生产在美国本土进行,2024年7月后,充电桩需要成本超过55%的零部件来自美国。拜登的充电桩补贴政策加强了充电桩进入美国市场的壁垒,可能会影响短期的出货,但美国仍是全球第三大充电桩市场,美国市场的开拓意味着行业天花板打开,营收有望快速增长。

表 5、IRA 与《两党基础设施法案》对比

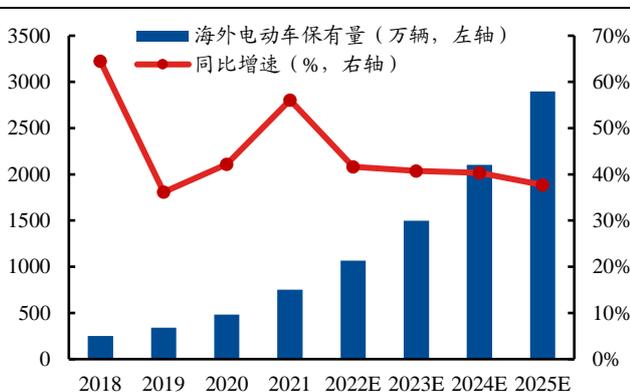
政策	时间	补贴金额	重点地区	原产地&零部件采购要求
通胀削减法案(IRA)	2022.08.16	税收抵免	低收入地区、非城市地区	无
《两党基础设施法案》	2023.02.15	50亿美元	沿海高速公路	组装和桩体生产必须在美国进行,即刻生效;2024年7月前,55%的充电器成本来自美国零部件。

资料来源: Pluginamerica, 美国能源部, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、海外充电桩未来需求较大

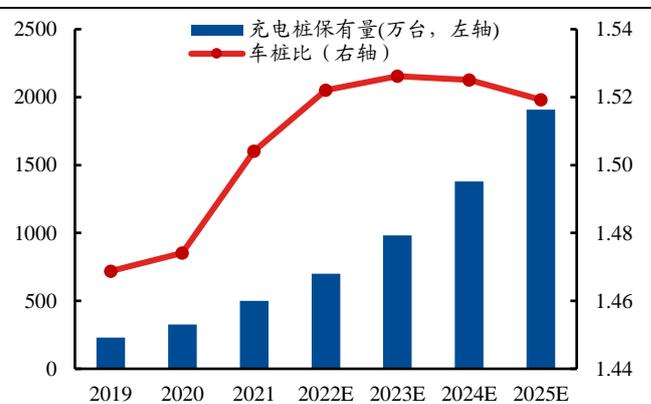
海外新能源汽车保有量2025年达到2897万辆,充电桩2025年保有量达到1907万台。截至2021年,海外新能源汽车保有量达到752万辆,预计2022-2025年海外新能源车销量有望继续维持高速增长态势,2025年新能源车保有量达到2897万辆。假设海外随车配建私人充电桩比例达到60%,海外充电桩保有量2021年达到500万台,受欧美市场公共充电桩建设不及预期,2019-2020年车桩比有所上升,随着欧美政府充电桩补贴政策相继颁布,海外充电桩建设有望迎来爆发式增长,预计2024-2025年车桩比存在进一步下降的潜力,预计2025年左右车桩比达到1.52,届时充电桩保有量将达1907万台。

图 20、2025 年新能源车保有量达到 2897 万辆



资料来源: IEA, 兴业证券经济与金融研究院测算

图 21、2025 年充电桩保有量将达 1907 万台



资料来源: IEA, 兴业证券经济与金融研究院测算

3.4、2025 年海外充电桩市场达到 810 亿元

2025 年海外新增充电桩有望超过 640 万台，充电桩市场规模在 2025 年达到 810 亿元。2021 年预计私桩增量 185 万台，公桩增量为 12 万台，假设私人充电桩单价为 0.3 万元/台，公共交流桩为 0.75 万元/台，公共直流桩为 11.52 万元/台，2022 年市场空间为 131 亿元。海外终端用户多为私人充电桩，受制于没有停车位、居住地物业不配合的影响，私人充电桩占比持续维持高位，同时面对 800V 等新快充技术的普及，公共直流桩市占率会进一步扩大，预计 2025 年海外充电桩的市场规模达到 810 亿元，其中直流快充占比 80%，2021 年至 2025 年的复合增速达到 76%。

表 6、2022 年至今海外充电桩市场测算

区分	私桩增量 (万台)	公桩增量 (万台)	公桩直流快充	公共交流慢充	市场空间 (亿元)
2022E	224	22	20%	80%	131
2023E	312	34	30%	70%	241
2024E	435	52	40%	60%	447
2025E	577	63	60%	40%	810

资料来源：IEA，兴业证券经济与金融研究院测算

3.5、炬华科技海外充电桩布局

公司较早布局充电桩产品，率先完成充电桩海外验证。2017 年，公司积极向电动汽车充电系统领域发展，成功研发并实现量产充电桩产品，产品包括分体式充电桩、一体式直流桩、三相交流桩等，产品集成了充电控制、人机交互、安全防护、计量计费、在线检测等功能，支持多种通讯方式。2020 年，公司率先通过杭州市质量技术监督检测院的强制检定，成为杭州第一家取得电动汽车充电桩强制检定合格证书的单位。2021 年起，公司加快充电桩海外认证进程，先后通过欧盟 CE 认证及美国 ETL 认证。

图 22、公司充电桩产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

与下游合作伙伴深度绑定开拓美国市场，依托电表渠道开拓欧洲市场。美国市场，公司的美国合作伙伴销售渠道较广，收获较多交流桩和直流桩订单，公司通过代工实现较高的毛利率和较低的费用率。交流桩已经在 2022 年 7 月通过美国 ETL 认证，直流桩预计 2023 年通过认证。欧洲市场，炬华则依托欧洲全资子公司 LOGAREX

渠道拓展欧洲市场，主要销售产品为交流充电桩。

图 23、炬华科技充电桩发展历史



资料来源：公司公告，同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

4、能源物联网业务

4.1、用户侧提高能源效率和新能源并网促进能源物联网发展

提高能源利用效率和经济效益，既满足双碳目标，也是企业降本增效、持续发展的必经之路。为了稳步推进双碳目标，“十四五”规划进一步提出完善能源消费强度和消费总量的“双控”制度，重点控制化石能源消费，2025年单位GDP能耗和碳排放比2020年分别降低13.5%、18%，政府对两高项目审批、高耗能企业限产、限能等方面提出了更加严格的要求。同时电价改革推动用电成本提升，2021年10月，发改委鼓励支持10kV及以上用户直接参与电价市场交易，放大燃煤发电市场交易价格浮动范围至20%（高能耗企业不受限制）。随着大数据、云计算、物联网等技术的发展，传统的粗放式能源管理方式和举措难以满足需求，搭建高效的能源管理平台已经成为必然趋势。能耗管理系统综合运用现代通信技术、物联网技术以及需求侧管理措施等，对各单位的耗能进行实时监测、动态分析和集中管理。

图 24、2023 年 3 月 31 日国家能源局出台政策推动能源物联网发展



资料来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

分布式电源和充电桩并网促进能源物联网发展。随着越来越多的新能源充电桩和工商业储能等在负荷端接入，用户的用电行为更加复杂，随机性和不确定性增加。风电和光伏的新增装机量快速提升，未来将成为我国的主要发电来源，由于新能源具有间歇性和不可预测性，将为电网整体调动带来扰动。能源物联网能够很好

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

协调大电网与分布式发电间的矛盾，最大限度发掘分布式发电在经济、能源和环境中的优势。

4.2、能源物联网与传统能源网络的区别

能源物联网可实现多种能源互联提高经济效益。电力网、石油网、天然气网等传统能源的能源传输与共享是在各自网络中实现的，能源物联网可实现各种不同能源系统的互联和源荷两侧的平等接入。电能可作为一次能源的表现形式，因此以电网为核心的能源网络将是能源物联网的物理主干网，承载着不同能源网络物理上的互联互通。相较于传统能源网络追求大系统、集中式的发展，能源物联网分布式特性高。从信息层面来看，能源物联网信息化程度高，信息的获取、处理、分析等能力较强。从物理层面来看，在能源物联网中，能源可双向流动、多点互动、即插即用，能源损耗较小。

能源物联网主要包含设施层、感知层、网络层、平台层和应用层。设施层包含变压器、充电桩、智能表计、分布式发电等；感知层是能源物联网的基础层，通过传感设备和量测装置对基础设施、设备及其周围环境等进行感知，感知层包含传感设备、感知网络等；网络层将感知层采集的信息传递至平台层，如通信专网、5G无线网络、以太网等；平台层实现各类采集数据的存储、管理、分析功能，通过云计算、大数据等技术实现对感知数据的处理和分析，数据经加密后可进行互传，挖掘海量数据的深度价值，同时提供数据应用开发的应用程序接口；应用层实现能源物联网的智能管理应用，如充电运营、储能监控、电气设备智能运行维护、楼宇能效管理等。

图 25、能源物联网的体系架构



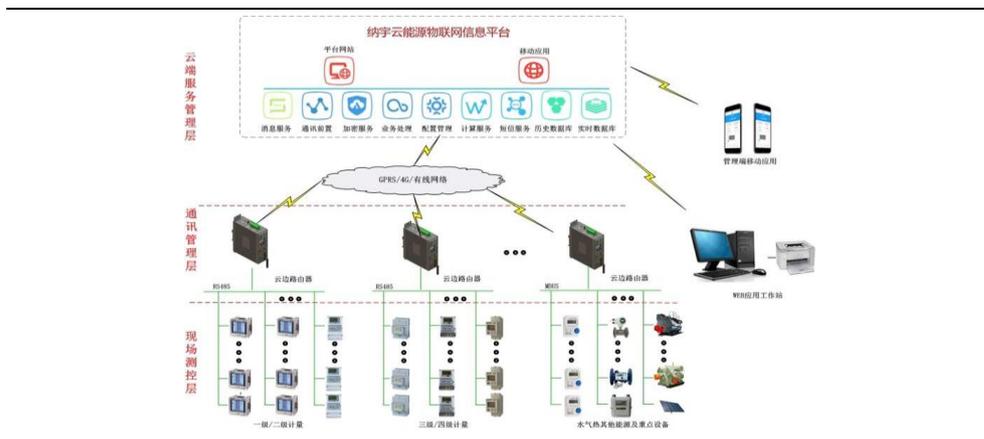
资料来源：《能源物联网及其关键技术》，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、公司布局企业能源物联网多年，产品实力强劲

布局能源物联网业务，开拓新增长曲线。2016年3月，公司收购上海纳宇电气有限公司，拓展能源互联网系统解决方案相关业务，积极推广智慧用能综合监测物

联网云平台系统应用，为居民用户、工商企业提供能源监测、运营维护和综合节能等服务，提高用户侧能效管理和用电安全能力。公司能源物联网产品已经应用于全国 79 条地铁线、上海中心大厦等上百个国家重大项目中，拥有的自主产权产品《NY5000 能耗管理系统》获上海市科技成果评测鉴定证书。

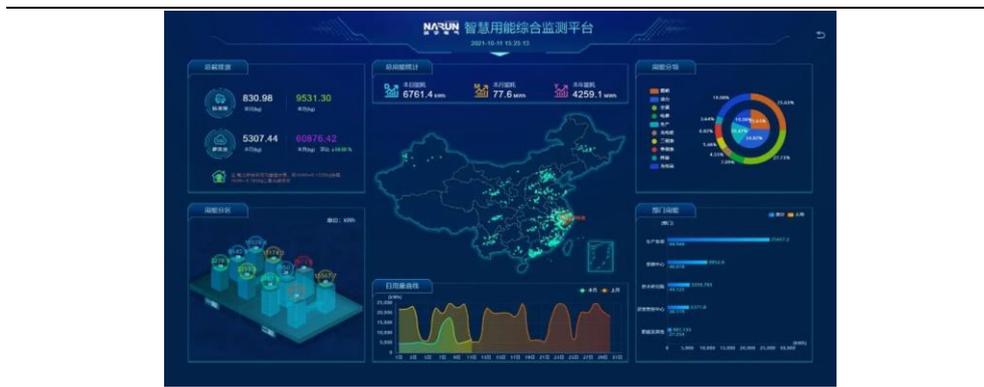
图 26、炬华科技能源物联网信息平台



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司已开发出**电力能效监测平台、能耗管理系统、电气火灾监控系统、电力监控及运维系统**。电力能效监测平台是纳宇电气为工商业等电力需求侧开发的电能监测与能效分析的软件平台，可提供厂区电能计量，电能消耗结构，成本构成，计算产品单位级用电量，评估计划用能数值。能耗管理系统主要应用在国内商业/非商业建筑用能（用电、水、燃气、空调/地暖能源）的管理和企业生产用能（用电、水、燃气、空调/地暖、液体能源流量/气体能源等）的管理。电气火灾监控系统检测用电回路剩余电气式和温度信号，实时监控用电回路线缆是否处于剩余电流超限及温度超限，对异常回路进行报警，及时通知运行、维护人员，消除火灾隐患。电力监控及运维系统集实时数据显示、历史数据查询、电度报表输出、事故预警/告警、记录查询、故障确认等集众多功能于一体，平台可实现 24 小时不间断监测，多用户实时察看设备运行情况，不受空间制约，预警/告警信息实时推送。

图 27、智慧用能综合检测平台



资料来源：纳宇电气，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

能源物联网未来具备交易属性和智能化。随着电力现货市场试点加速推进，新能源逐步并网带来了电力交易辅助决策的需求，能量管理系统将不再局限于管理属性，还将被赋予交易属性。功率预测精度和电力交易实力将成为决定“源网荷储”运营收益的核心因素。另一方面，由于新能源具有较为复杂的动态运行特性，对于保护控制与仿真分析功能的诉求较高，与气象、交通等其他系统的耦合更加紧密，更易受到外部风险的冲击，能量管理系统需要迅速识别系统故障和仿真测试的能力，并持续提高两种能力的精度和速度，以保障系统安全稳定运行。此外，随着国内碳交易市场建设逐步完善，包括 CCER 即将重启，能量管理系统越发朝向能碳协同管理平台迈进，基于能碳数字化管理平台，核定微电网内碳排放，引入绿电、绿证、碳交易等，既能实现清洁用能的量化，也能拓宽盈利途径。

4.4、能源物联网 2025 年市场空间有望达到 352 亿美元

能源物联网市场规模较大。根据全球领先的市场研究机构 Markets and Markets 发布的能源物联网市场研究报告称，全球能源行业的物联网市场规模将从 2020 年 202 亿美元增长至 2025 年 352 亿美元，期间年复合增长率约为 11%。

5、盈利预测与估值

公司电表业务迎来上行周期，同时充电桩业务和能源物联网业务有望成为公司新的增长点，预计公司 2022-2024 年营收分别为 16.38/24.00/33.40 亿元，归母净利润分别为 4.23/6.46/7.66 亿元，对应估值分别 17.4/11.4/9.6，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7、公司盈利预测假设

年份		2022E	2023E	2024E
智能电表	主营业务收入（万元）	145,000	180,000	225,000
	同比增长率	20%	24%	25%
	毛利率	40%	41%	41%
能源物联网	主营业务收入（万元）	12,000	30,000	45,000
	同比增长率	40%	150%	50%
	毛利率	43%	43%	43%
充电桩	主营业务收入（万元）	2,800	20,000	44,000
	同比增长率	40%	614%	120%
	毛利率	30%	30%	30%
水表	主营业务收入（万元）	4,000	10,000	20,000
	同比增长率	100%	150%	100%
	毛利率	35%	36%	36%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院测算

6、风险提示

- (1) **国网、南网电表招标数量不及预期**: 电表营收占公司整体比例较大, 且客户以国网和南网为主, 若下游招标不及预期, 则公司整体营收或将受到波动。
- (2) **海外充电桩销量不及预期**: 公司海外充电桩业务持续拓展, 且增速较高, 已拓展欧洲和美国等地, 若海外市场拓展不及预期, 则可能拖慢公司营收增速。
- (3) **能源物联网业务销量不及预期**: 公司能源物联网产品已在部分省分有规模出货, 若该产品研发不及预期或国内政策变动, 则对公司利润率将产生负面影响。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2330	3027	3878	4855
货币资金	1376	1780	2174	2569
交易性金融资产	1	24	29	34
应收票据及应收账款	433	683	949	1251
预付款项	14	23	37	60
存货	356	351	531	782
其他	150	168	158	159
非流动资产	992	740	743	756
长期股权投资	7	3	3	4
固定资产	110	92	75	57
在建工程	298	298	298	298
无形资产	54	52	50	49
商誉	66	66	66	66
长期待摊费用	5	5	6	7
其他	452	224	245	276
资产总计	3322	3768	4621	5611
流动负债	633	766	1083	1474
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	487	626.13	922.17	1305.30
其他	146	140	161	168
非流动负债	16	15	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他	16	15	16	16
负债合计	649	781	1099	1490
股本	504	504	504	504
资本公积	331	331	331	331
未分配利润	1591	1899	2368	2889
少数股东权益	36	44	53	64
股东权益合计	2674	2987	3522	4121
负债及权益合计	3322	3768	4621	5611

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	318	423	646	766
折旧和摊销	22	23	23	23
资产减值准备	13	25	25	30
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-19	55	44	90
财务费用	-34	-39	-59	-59
投资损失	-19	-55	-60	-65
少数股东损益	8	8	9	11
营运资金的变动	-109	-171	-154	-212
经营活动产生现金流量	186	308	471	579
投资活动产生现金流量	-64	164	-11	-64
融资活动产生现金流量	-72	-69	-65	-121
现金净变动	48	403	395	395
现金的期初余额	481	1376	1780	2174
现金的期末余额	529	1780	2174	2569

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1210	1638	2400	3340
营业成本	739	987	1437	2029
税金及附加	9	12	14	31
销售费用	53	70	101	144
管理费用	53	70	101	150
研发费用	78	85	122	174
财务费用	-38	-39	-59	-59
其他收益	31	48	53	55
投资收益	19	55	60	65
公允价值变动收益	19	-55	-44	-90
信用减值损失	-8	2	3	4
资产减值损失	-5	-0	-1	-2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	374	503	755	904
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	373	503	755	904
所得税	47	72	100	126
净利润	326	431	655	777
少数股东损益	8	8	9	11
归属母公司净利润	318	423	646	766
EPS(元)	0.63	0.84	1.28	1.52

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	10.3%	35.3%	46.5%	39.2%
营业利润增长率	7.1%	34.6%	50.2%	19.7%
归母净利润增长率	8.4%	33.1%	52.8%	18.6%
盈利能力				
毛利率	39.0%	39.7%	40.1%	39.3%
归母净利率	26.3%	25.8%	26.9%	22.9%
ROE	12.0%	14.4%	18.6%	18.9%
偿债能力				
资产负债率	19.5%	20.7%	23.8%	26.5%
流动比率	3.68	3.95	3.58	3.29
速动比率	3.12	3.50	3.09	2.76
营运能力				
资产周转率	38.7%	46.2%	57.2%	65.3%
应收帐款周转率	300.0%	286.4%	288.8%	294.1%
存货周转率	255.9%	276.6%	324.2%	307.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.84	1.28	1.52
每股经营现金	0.37	0.61	0.93	1.15
每股净资产	5.23	5.83	6.88	8.05
估值比率(倍)				
PE	23.2	17.4	11.4	9.6
PB	2.8	2.5	2.1	1.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn