

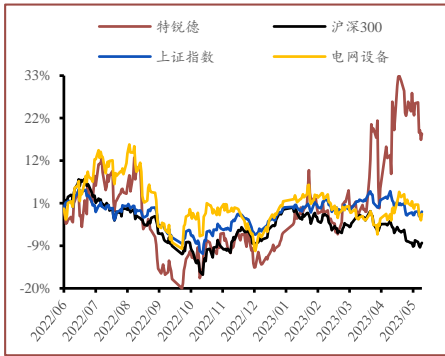
两大板块共同发力，稳固充电运营商龙头

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-06-09
收盘价(元)	20.84
流通股本(亿股)	10.28
每股净资产(元)	6.07
总股本(亿股)	10.41

最近12月市场表现



分析师 张一弛
SAC证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊
SAC证书编号: S0160522120001
zhanglei02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **发挥传统业务优势，两大板块助力公司腾飞。**公司主要从事“智能制造+系统集成”和电动汽车充电网两大业务，下辖青岛、成都、宜昌三大生产基地。受益下游新能源汽车快速发展，2022年公司实现营业收入116.30亿元（YoY+23.18%），归母净利润2.72亿元（YoY+45.43%）；毛利率为22.13%（YoY+0.65pct），净利率为2.14%（YoY+0.26pct）。
- ❖ **特来电成为新基建独角兽，“智能制造+系统集成”业务保持行业领先。**1)截至2023年4月，特来电运营公共充电桩39.74万台，其中直流充电桩23.92万台，市场份额约为28%，排名全国第一。2022年特来电实现营收45.70亿元（YoY+47.24%），净利润亏损0.26亿元（YoY+49.34%）。2)公司主营以户外箱式电力设备为主、户内开关柜为辅的成套变配电产品，2022年公司中高端箱变产品取得中国铁路市场占有率第一、局部电力市场第一的行业地位。
- ❖ **充电桩利用率持续增长，充电运营市场头部效应显著。**1)2022年中国新能源汽车渗透率达29.23%（YoY+12.84pct）。考虑到新能源汽车渗透率和单车带电量持续提升，我们预计中国充电运营市场规模2022-2025年CAGR达56.35%。2)全国TOP15充电运营商所运营的充电桩数量占总量的93.9%，特来电市占率约20%，头部效应显著。根据中国充电联盟2023年1-4月数据测算，特来电充电利用率6.95%，超过全国平均水平0.59pct。以特来电30kW直流充电桩为例，随着利用率由5%提升至12%，我们预计单桩毛利率由5.14%提升至15.27%。
- ❖ **投资建议：“智能制造+系统集成”业务保持行业领先，充电运营业务进入收获期。**我们预计公司2023-2025年实现营业收入147/191/234亿元，归母净利润3.31/4.95/8.18亿元。对应PE分别为65.49/43.81/26.51倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、充电桩产业政策风险、充电运营业盈利能力无法单纯线性外推风险。**

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9441	11630	14700	19100	23400
收入增长率(%)	26.48	23.18	26.40	29.93	22.51
归母净利润(百万元)	187	272	331	495	818
净利润增长率(%)	-8.40	45.43	21.66	49.51	65.23
EPS(元/股)	0.18	0.26	0.32	0.48	0.79
PE	138.17	58.50	65.49	43.81	26.51
ROE(%)	3.11	4.32	4.99	6.95	10.30
PB	4.30	2.51	3.27	3.04	2.73

数据来源：wind数据，财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：两大板块齐发力，稳固充电运营商龙头	4
1.1	基本概况：发挥传统业务优势，两大板块助力公司腾飞	4
1.2	股权结构：持股特来电 77.71%，特来电拟分拆上市	5
2	主营业务：智能制造稳发展，充电业务迎来收获期	5
2.1	“智能制造+系统集成”业务：处于行业领先，多方持续发力	5
2.2	电动汽车充电网业务：新基建独角兽，助力中国电动车规模化发展	6
3	财务表现：营收稳定增长，充电业务一枝独秀	9
3.1	公司营收稳步增长，毛利率有望进一步提升	9
3.2	22 年调整业务分类口径，核心业务稳步发展	10
4	行业分析：新能源车渗透率增长，充电利用率提升	11
4.1	新能源汽车渗透率持续提升，充电运营市场前景广阔	11
4.2	主流充电桩企业采取“生产+运营”一体化模式	12
4.3	头部效应显著，特来电多年保持行业领先地位	13
4.4	充电桩利用率稳步提升，特来电盈利性逐渐好转	15
5	盈利预测与投资评级	18
5.1	盈利预测	18
5.2	投资评级	19
6	风险提示	20

图表目录

图 1.	公司发展历程	4
图 2.	公司 2022 年以前的“一机两翼”战略	4
图 3.	公司股权结构（截至 2023 年 4 月 15 日）	5
图 4.	公司“智能制造+系统集成”业务产品矩阵	5
图 5.	公司在发电侧、电网侧、负荷侧持续发力	6
图 6.	2019-2022 年公司智能制造业务收入（亿元）	6
图 7.	2019-2022 年公司智能制造业务毛利率水平	6
图 8.	特来电全国充电网络	7
图 9.	特来电产品矩阵	7

图 10. 四层网络架构的云平台技术体系	9
图 11. 2019-2022 年公司营业收入及同比增速 (亿元)	9
图 12. 2019-2022 年公司归母净利润及同比增速 (亿元)	9
图 13. 2019-2022 年公司毛利率和净利率水平	10
图 14. 2019-2022 年公司费用率水平	10
图 15. 2019-2022 年公司研发投入情况 (亿元)	10
图 16. 2019-2021 年公司分行业业务收入构成	11
图 17. 2019-2021 年公司分产品业务收入构成	11
图 18. 2022 年公司分行业业务收入构成 (%)	11
图 19. 2022 年公司分产品业务收入构成 (%)	11
图 20. 2013-2022 年中国新能源汽车销量及渗透率 (万辆)	12
图 21. 中国新能源汽车平均单车带电量预测 (kWh)	12
图 22. 充电桩产业链.....	13
图 23. 截至 2023 年 4 月充电运营商公共桩数量 (万台)	14
图 24. 2019-2023 年 4 月充电运营商市占率水平	14
图 25. 充电桩分类.....	14
图 26. 截至 2023 年 4 月充电运营商充电总功率 (万 kW)	15
图 27. 2023 年 1-4 月充电运营商充电电量 (亿 kWh)	15
表 1. SaaS 平台功能	8
表 2. 互联互通平台功能.....	8
表 3. 充电运营市场规模测算.....	12
表 4. 充电运营商业模式比较.....	13
表 5. TOP5 充电运营商市占率情况 (截至 2023 年 4 月)	15
表 6. 2021-2023 年 4 月全国和特来电公共充电桩利用率测算	16
表 7. 2023 年 1-4 月部分充电桩运营商公共充电桩利用率测算	16
表 8. 单桩收入成本测算.....	18
表 9. 公司分业务收入及毛利率.....	19
表 10. 可比公司估值.....	20

1 公司简介：两大板块齐发力，稳固充电运营商龙头

1.1 基本概况：发挥传统业务优势，两大板块助力公司腾飞

发挥传统箱变业务优势，积极布局汽车充电网络。公司2004年创立，于2009年成功登陆创业板，是全国创业板第一只上市股票。公司主要从事“智能制造+系统集成”和电动汽车充电网两大业务，下辖青岛、成都、宜昌三大生产基地。截至2022年，公司已与比亚迪、宝马、保时捷、奥迪中国、蔚来、小鹏等70多家车企达成充电权益、共建品牌站等多样化的合作形式。

图1.公司发展历程



数据来源：特锐德官网、特来电官网、财通证券研究所

2022年重新整合业务分类，两大板块共同发力。公司自成立以来始终专注户外箱式电力设备的研发与制造，致力于成为中国最大的箱变研发生产企业、中国最大的户外箱式电力产品系统集成商。2022年，公司将业务重新整合为“智能制造+系统集成”和电动汽车充电网两大板块：1) 通过持续深化“智能制造+系统集成”的发展战略，打造以智能制造为支撑的系统集成业务新模式；2) 基于传统业务的技术积累和创新延伸，公司开拓电动汽车充电网业务，为客户提供充电网运营服务和充电系统解决方案，致力于推动电动汽车充电和新能源发电深度融合。

图2.公司2022年以前的“一机两翼”战略

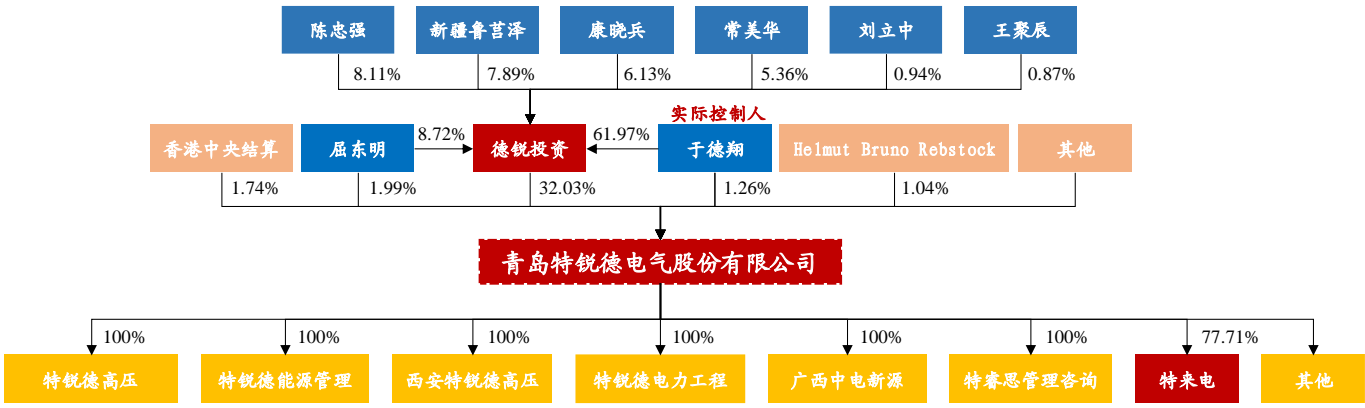


数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.2 股权结构：持股特来电 77.71%，特来电拟分拆上市

公司内部控制建设完善,众多子公司各司其职。董事长于德翔直接持有特锐德 1.26% 的股权,并通过持有德锐投资 61.97% 的股权,间接持有特锐德 19.85% 的股权,是公司唯一的实际控制人。于德翔拥有华北电力大学博士学位、清华大学 EMBA 学位,曾任河北电力设备厂副厂长、河北省电力公司发展公司总经理,技术背景雄厚。公司控股子公司众多,分工较为明确,其中公司控股子公司特来电 77.71% 的股权,特来电主要从事充电网建设运营和充电网解决方案。

图3.公司股权结构（截至 2023 年 4 月 15 日）



数据来源：iFinD、公司 2022 年报、财通证券研究所

2 主营业务：智能制造稳发展，充电业务迎来收获期

2.1 “智能制造+系统集成”业务：处于行业领先，多方持续发力

公司“智能制造+系统集成”业务行业领先,应用场景广泛。公司主营以户外箱式电力设备为主、户内开关柜为辅的成套变配电产品,致力于研发、设计、生产制造 220kV 及以下的变配电一、二次产品,并利用系统集成业务优势为客户提供全生命周期的系统解决方案。截至 2022 年,公司中高端箱变产品已取得中国铁路市场占有率第一、局部电力市场第一的行业地位。

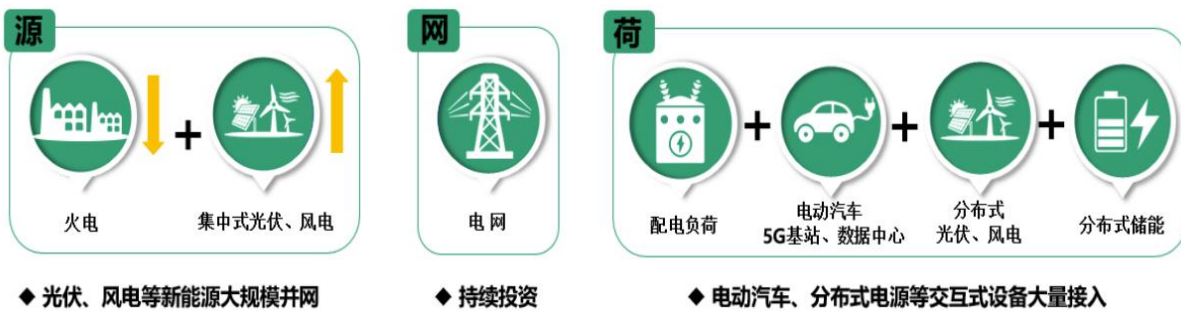
图4.公司“智能制造+系统集成”业务产品矩阵



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

紧抓国家“双碳”目标发展机遇，多方面持续发力。1) 在发电侧，公司针对新能源发电客户的建设需求，创新研发了新一代数字化全预制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，极大提升新能源发电站的建设效率。2) 在电网侧，公司通过预制舱式变电站全工厂化的生产、装配式的建设模式，减少土建施工量，实现建设周期的大幅缩短、建设环节的低碳绿色，更好地满足电网客户的需求。3) 在负荷侧，公司围绕负荷侧用能的需求和变化，坚持“智能制造+系统集成”战略，为比亚迪、阿里巴巴、中国移动等各行业头部企业客户提供变电站建设整体解决方案。

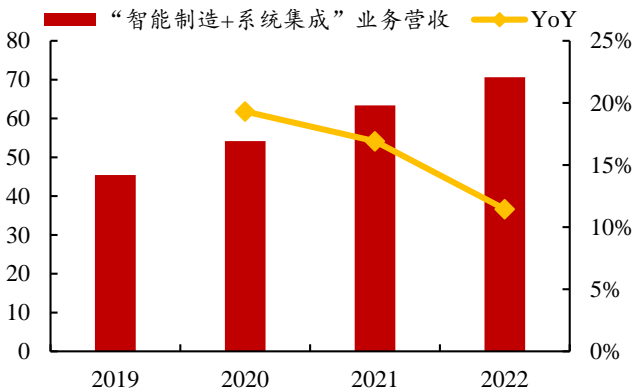
图5.公司在发电侧、电网侧、负荷侧持续发力



数据来源：公司 2022 年报、财通证券研究所

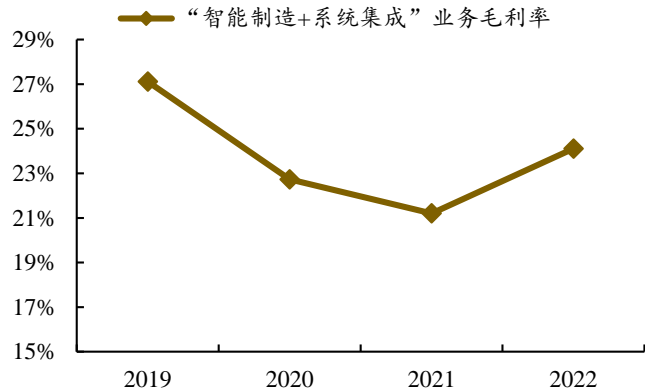
智能制造业务营收稳步增长，盈利水平显著提升。2022 年，公司“智能制造+系统集成”业务收入为 70.61 亿元，同比增长 11.45%；毛利率为 24.11%，同比上升 2.90pct，收入规模及盈利水平显著提升。随着公司在发电侧、电网侧、负荷侧持续发力、集成创新技术成果成功转化应用，公司毛利有望实现进一步提升。

图6.2019-2022 年公司智能制造业务收入（亿元）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图7.2019-2022 年公司智能制造业务毛利率水平



数据来源：iFinD、财通证券研究所

2.2 电动汽车充电网业务：新基建独角兽，助力中国电动车规模化发展

特来电作为新基建独角兽，充电运营网络覆盖全国。特来电创立于 2014 年，研发团队超过 1000 人，专利超过 1200 项。目前公司已实现与 16 个网、省、地级电力调控中心或需求侧管理中心的对接，积极参与了华北电网调峰辅助服务以及广东、

上海、浙江等省份的电力需求侧响应。2022年9月，公司作为首批14家聚合商之一接入了国内首家虚拟电厂管理中心—深圳虚拟电厂管理中心。截至2022年，公司具备虚拟电厂条件的可调度的资源容量约为200万KW，2022年全年参与调度的容量超过40万kW，参与调度电量超过7000万度。目前特来电运营充电桩数量达39.74万台，覆盖360个城市。

图8.特来电全国充电网络



数据来源：特来电官网、财通证券研究所

特来电产品矩阵丰富，适用场景众多。根据功率和适用场景不同，特来电的充电桩可分为群充产品（含液冷直流充电终端）、小功率产品（特惠充、征程7kW智能交流充电桩）、自动充电产品（智动柔性充电弓、智动柔性充电机器人）、单桩产品（40-320kW一体式直流充电单桩）等四大系列。产品应用场景众多，包括公交、公共停车场、园区、住宅小区、机场、港口、矿区、主机厂等。其中，群充产品系列是特来电的主营产品，如液冷直流充电终端是特来电面向大功率充电的发展趋势提供的大功率直流充电解决方案。其充电功率最快可达600kW，让电动汽车最快可在10分钟内完成0到80%的补能过程，最大化满足超充需求。

图9.特来电产品矩阵

群充产品系列	小功率产品系列		自动充电产品系列		单桩产品系列
液冷直流充电终端	特惠充	征程7kW智能交流充电桩	智动柔性充电弓	智动柔性充电机器人	40/80/120/160/240/320kW一体式直流充电单桩
适用于高速公路服务区、公共停车场等提供快速补电服务的场景	用于企事业单位、产业园区、学校、医院、住宅小区等长时驻留场景	可用于地产小区、企事业单位、商业地产等长时驻留场景	可用于地铁站、枢纽站、停车楼、路边站台等场景	适用于港口、物流园、工业园区、矿区等专用车辆	适用于公交车专用充电站、物流专用充电站、高速服务区充电站、城市公共充电站、主机厂等应用场景
应用场景					

数据来源：特来电官网、财通证券研究所

两大生态合作平台，与合作伙伴关系密切。1) SaaS 平台：通过大数据分析技术，为充电设施的运营运维提供数据预测、分析服务，提高设备盈利能力、降低运维成本；对于中小型与城市运营商、政府与企事业单位、主机厂类等不同客户类型提出多样的充电解决方案。2) 互联互通平台：优势在于针对不同类型的客户提供多种对接方式，共享充电网大数据、大平台、大生态；现有合作伙伴包括宝马（中国）、支付宝、百度地图、四维图新、曹操专车、GoFun 等。

表1.SaaS 平台功能

客户类型	SaaS 平台功能
中小型运营商	减少了平台方面的投入，降低运营成本。电站建设完成就可以即刻开通特来电 SaaS 平台服务，开展了对外运营业务；同时还可以共享特来电已有的庞大用户群体，实现合作共赢
城市运营商	为某城市运营商提供了全方位的解决方案，包括电站建设规划、电站运营分析、大数据运营分析等,可以提供定制 APP 的服务
地产、物业公司	针对商业地产和住宅地产的公共停车场可以建设公共运营的充电站，可以针对内部人员和外部人员指定两种定价策略，差异化经营；针对小区的配套建设的充电设施，平台还具备监管能力，保障充电设施安全可靠的运行
政府、企事业单位	针对政府机关和企业园区的充电站，一般是对内运营，服务于公司公务用车和员工私家车；针对内部的单位用车，可以由企业统一支付充电费用，而员工私家车，可以由员工支付费用；如果该充电站还可以对外运营，可以设置对内运营与对外运营执行两套不同的定价策略
公交集团	可以通过大数据分析，优化充电功率曲线、在不影响公交运营的前提下，尽量利用低谷电价期间充电；平台提供针对公交行业定制的报表，并提供公交子公司、线路、车辆的多级联查报表；可以将充电数据通过接口对接到公交公司的调度平台或 ERP 系统中，实现精细化管理
主机厂类	通过平台，可以监控车辆销售时配套的充电桩、并针对主机厂自建的充电站进行运营管理

数据来源：特来电官网、财通证券研究所

表2.互联互通平台功能

合作伙伴	合作内容
宝马（中国）	宝马作为享誉世界的豪华汽车品牌，高瞻远瞩，全面打造新能源生态系统，成立的出行服务品牌“即时充电(ChargeNow)”即为该战略的重大举措；与特来电强强联手，共享行业内资源，共同扩大新能源产业生态圈
支付宝	作为国内较大的第三方支付平台，为广大用户提供安全快速的电子支付体验；通过集成特来电的充电服务，为广大的新能源车主提供了电站地图、扫码充电以及信用支付等增值服务
百度地图	为用户提供智能路线规划、智能导航、实时路况等出行相关服务的平台；通过特来电进行平台数据打通，为新能源车主的出行、导航以及快速补电提供了更便捷的服务体验
四维图新	四维图新作为中国最大的数字地图提供商，公司产品和服务充分满足了汽车导航、消费电子导航、互联网和移动互联网、政府及企业应用等各行所需；桩家作为四维图新面向新能源车推出的一款智能出行解决方案，通过与特来电在充电服务的深度合作，为广大电动汽车用户提供了更加便捷的服务
曹操专车	曹操专车-吉利集团战略投资品牌，为推动新能源原汽车产业的发展与普及，改善出行体验与生活环境；推动新能源汽车的技术进步和应用实践，进一步提升新能源车辆的市场占比和保有量；为中国实现 2020 全球碳减排量承诺做出实质贡献；通过与特来电的深度合作依托创新的商业模式,为司机提供安全、便捷、高品质的充电服务
GoFun	“GoFun 出行”是首汽集团旗下的共享汽车平台，秉承首汽集团 67 年运营经验及优势资源，响应政府号召，把握“新能源+车联网”的趋势，致力于整合用户碎片化的用车需求，提供便捷、绿色、快速、经济的出行服务

数据来源：特来电官网、财通证券研究所

公司拥有行业领先的创新研发能力，搭建四层网络架构的充电网技术体系。公司创新性地搭建了四层网络架构的充电网技术体系，是由功率可灵活调节的充电设备、工业互联网控制单元、能源调度系统、大数据云平台组成的有机系统，从变电、配电到充放电实现统一调度，通过数据信息与调度控制打通设备网、物联网、能源网以及数据网，实现充电设备、汽车、用户、能源的高效协同。

图10.四层网络架构的云平台技术体系



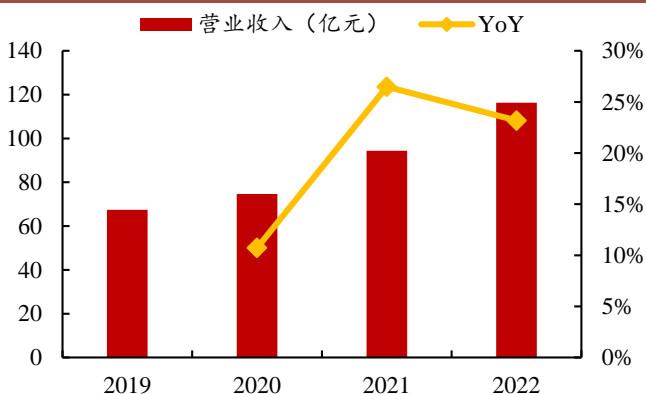
数据来源：公司 2022 年报、财通证券研究所

3 财务表现：营收稳定增长，充电业务一枝独秀

3.1 公司营收稳步增长，毛利率有望进一步提升

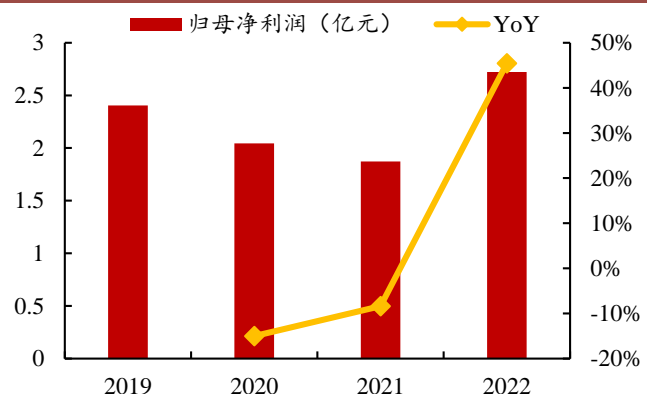
受益下游新能源汽车快速发展，公司营收稳步提升。2022 年，公司实现营业收入 116.30 亿元，同比增长 23.18%，2019-2022 年 CAGR 达 19.94%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增长 45.43%。主要原因在于受下游新能源汽车快速发展的带动，以及公司自身经营能力和规模效应的提升，公司 2022 年全年充电量较去年同期增长约 40%，电动汽车充电网业务收入较去年同期增长超过 47%，带动公司整体营收持续提升。2023Q1，公司实现营收 19.77 亿元，同比上升 6.79%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比上升 18.98%。

图11.2019-2022 年公司营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

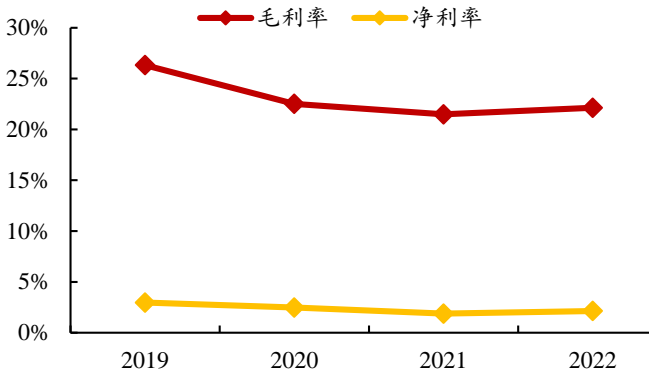
图12.2019-2022 年公司归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：iFinD、财通证券研究所

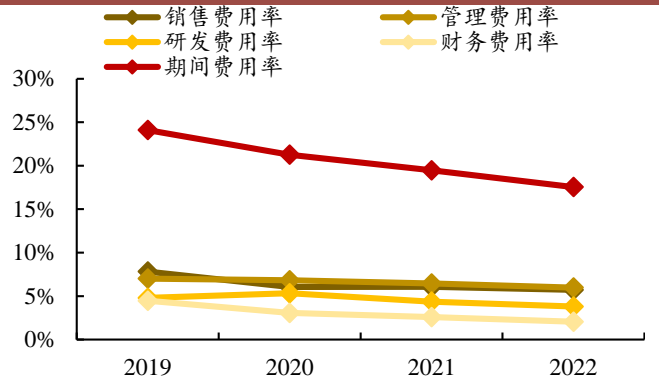
2019-2022 年公司毛利率水平稳定在 20% 以上，期间费用率稳中有降。2022 年，公司毛利率为 22.13%，同比上升 0.65pct；净利率为 2.14%，同比上升 0.26pct。主要原因在于随着电动汽车充电网业务营收占比提升，公司产品结构逐步优化改善，带动全年毛利率实现同比提升。得益于公司较好的成本管控能力，2019-2022 年各项费用率水平均保持稳定，略有下降。公司 2019-2022 年整体期间费用率分别为 24.10%、21.26%、19.47%、17.55%。

图13.2019-2022 年公司毛利率和净利率水平



数据来源：iFinD、财通证券研究所

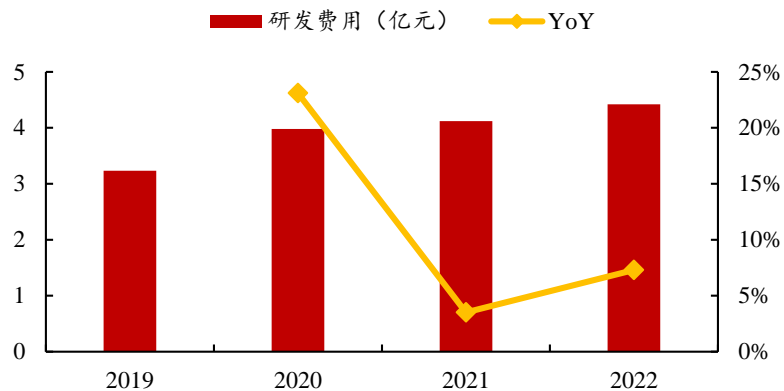
图14.2019-2022 年公司费用率水平



数据来源：iFinD、财通证券研究所

公司注重研发投入，研发费用逐年提升。作为中国领先的户外箱式电力产品系统集成商，公司截至 2022 年中高端箱变产品已经取得了中国铁路市场占有率第一、局部电力市场第一的行业地位。作为中国电力产品技术标准的制定者和参与者，公司是国内目前唯一参与了国网第三代智能变电站标准规范编写的模块化预制舱厂家，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，并成为工信部第一批制造业单项冠军培育企业。2022 年公司投入研发 4.42 亿元，同比增长 7.30%；2023Q1 投入研发 0.67 亿元，同比增长 8.39%。

图15.2019-2022 年公司研发投入情况（亿元）

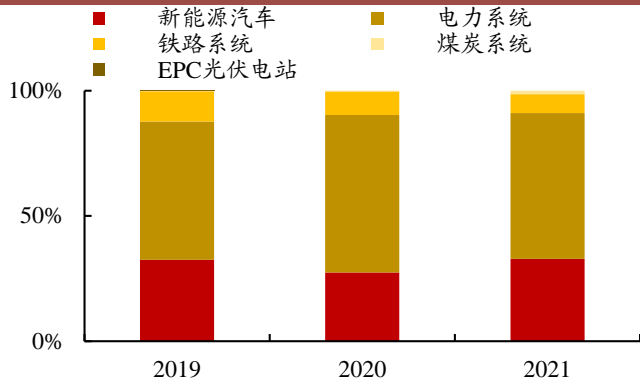


数据来源：iFinD、财通证券研究所

3.2 22 年调整业务分类口径，核心业务稳步发展

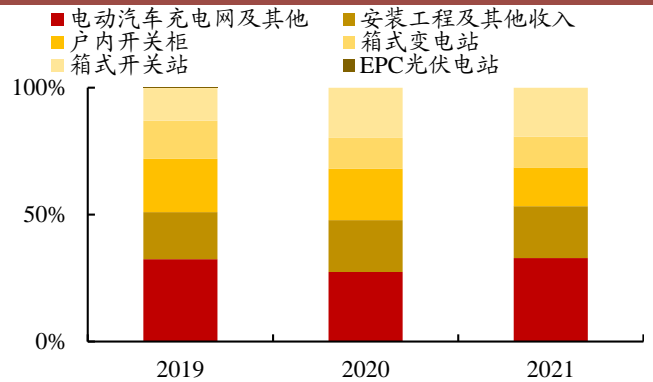
公司及时止损，保证核心业务稳步发展。分行业来看，随着光伏行业毛利率持续下滑，近年来公司不再开展光伏 EPC 项目，及时终止盈利不佳项目，保证公司在新能源汽车、电力和铁路系统的盈利优势，以保持整体业绩稳定增长。

图16.2019-2021年公司分行业业务收入构成



数据来源：iFinD、财通证券研究所

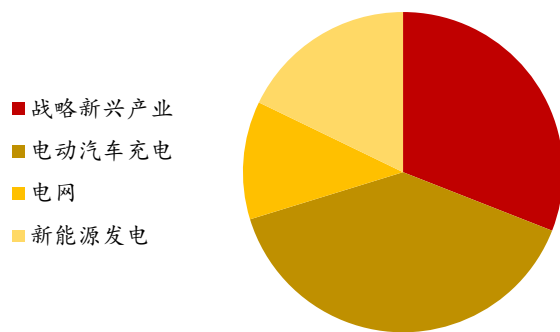
图17.2019-2021年公司分产品业务收入构成



数据来源：iFinD、财通证券研究所

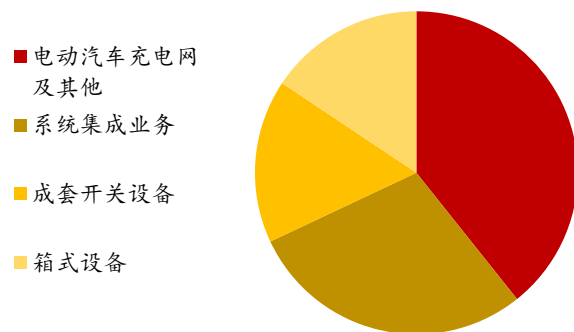
根据发展战略及业务实际情况，公司 2022 年调整“分行业”“分产品”名称及口径。1) 分行业来看，2022 年公司电动汽车充电、新能源发电、电网、战略新兴产业分别营收 45.69 亿元、20.74 亿元、13.87 亿元、36.00 亿元；2) 分产品来看，公司 2022 年电动汽车充电网及其他、系统集成业务、成套开关设备、箱式设备分别营收 45.69 亿元、33.38 亿元、19.04 亿元、18.18 亿元。

图18.2022年公司分行业业务收入构成 (%)



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图19.2022年公司分产品业务收入构成 (%)



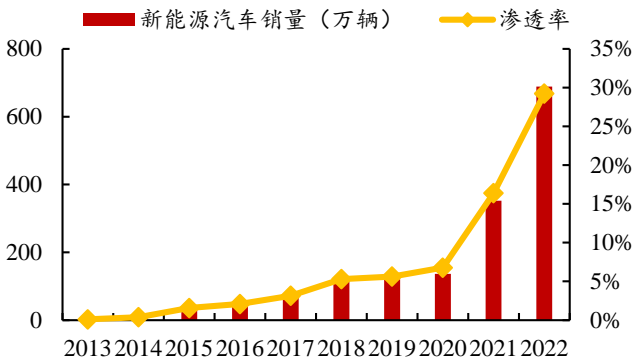
数据来源：iFinD、财通证券研究所

4 行业分析：新能源车渗透率增长，充电利用率提升

4.1 新能源汽车渗透率持续提升，充电运营市场前景广阔

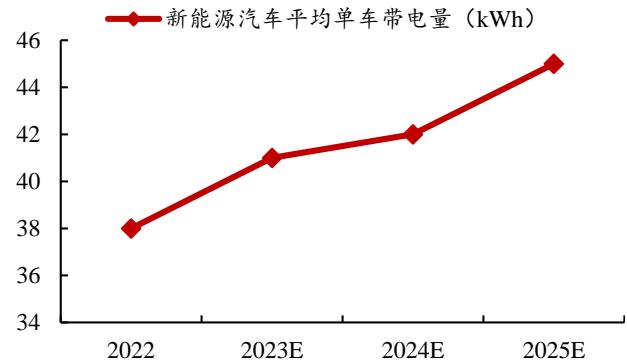
中国新能源汽车渗透率稳步增长，单车带电量显著提升。根据中汽协统计，2022 年中国乘用车销量为 2356.3 万辆，新能源汽车销量为 688.7 万辆，同比增长 95.60%，2013-2022 年 CAGR 达 93.63%。2022 年新能源汽车渗透率达 29.23%，同比上升 12.84pct。受长续航需求驱动，我国新能源汽车平均单车带电量显著提升。根据 GGII 预测，2022 年中国新能源汽车平均单车带电量为 38kWh，预计 2023-2025 年分别达 41kWh、42 kWh、45kWh。

图20.2013-2022年中国新能源汽车销量及渗透率(万辆)



数据来源：中国汽车工业协会、财通证券研究所

图21.中国新能源汽车平均单车带电量预测 (kWh)



数据来源：GGII、财通证券研究所

受益新能源汽车渗透率和单车带电量提升，充电运营规模有望增长。充电运营商收入主要来源于电费和服务费两个部分，均与汽车充电电量保持正比，可得充电定价公式为“电价=电费+服务费”。根据测算，我们预计2025年中国充电运营市场规模将达到889.71亿元，2022-2025年CAGR达56.35%。因此，得益于新能源汽车渗透率和单车带电量逐步提升，充电运营市场前景广阔。

表3.充电运营市场规模测算

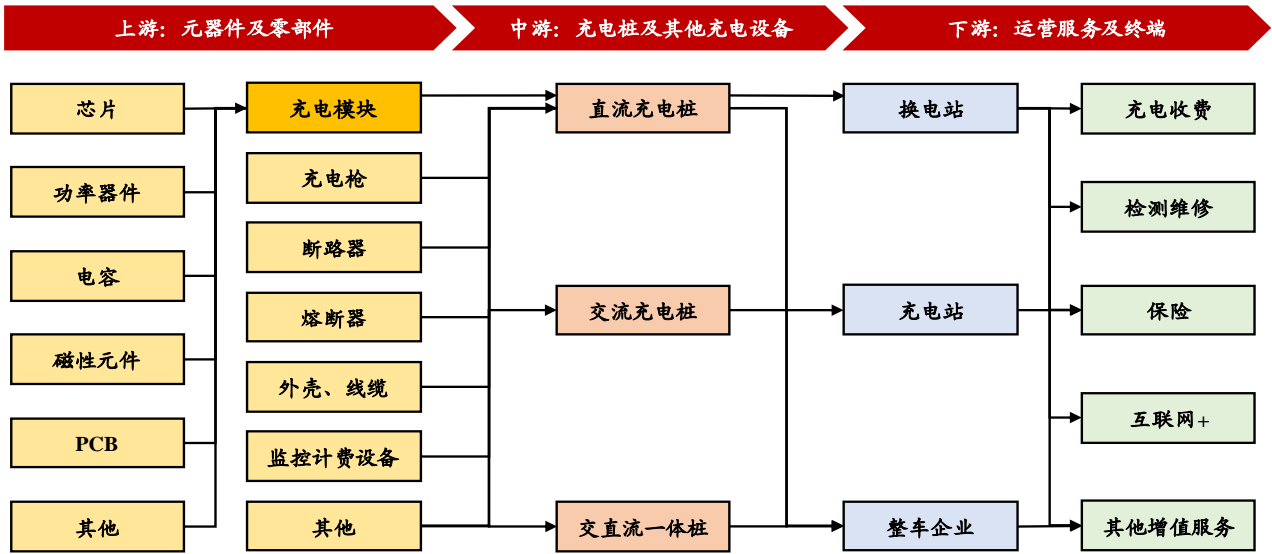
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量 (万辆)	352	689	900	1080	1300
YoY		96%	31%	20%	20%
新能源汽车保有量 (万辆)	784	1473	2373	3453	4753
YoY		88%	61%	46%	38%
单车带电量 (kWh)	38	38	41	42	45
年充电次数	52	52	52	52	52
年充电量 (亿 kWh)	155	291	506	754	1112
平均电费 (元/kWh)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
平均服务费 (元/kWh)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
电费规模 (亿元)	77	146	253	377	556
服务费规模 (亿元)	46	87	152	226	334
充电运营市场规模 (亿元)	123.93	232.80	404.69	603.26	889.71
YoY		88%	74%	49%	47%

数据来源：中国汽车工业协会、GGII、第一电动网、国家发改委、财通证券研究所

4.2 主流充电桩企业采取“生产+运营”一体化模式

充电运营处于产业链中下游环节，定位新能源汽车服务后市场。1) 产业链上游是设备零部件，主要包括充电模块、充电枪、断路器、熔断器、监控计费设备等零部件。2) 中游企业为充电桩及其他充电设备生产商，包括直流充电设备生产商和交流充电设备生产商。3) 下游企业为运营服务商及终端客户，包括换电站、充电站、新能源汽车厂商及配套运营服务商。实际上，充电桩生产和运营存在业务重合部分，许多主流充电桩企业采取“生产+运营”一体化模式，代表企业如特来电、星星充电、盛弘股份、绿能慧充等。

图22.充电桩产业链



数据来源：优优绿能招股说明书、财通证券研究所

特来电为传统运营商代表企业，采取重资产业务模式。充电运营商主要可以分为专业运营商（传统运营商+第三方运营商）、国有企业与政府部门、整车企业。1) 传统运营商主要采取重资产模式，通过收取充电服务费盈利，代表企业包括特来电、星星充电等。2) 第三方运营商主要采取轻资产模式，与运营商分成充电服务费及相关增值服务费，代表企业包括云快充、小桔充电。3) 政府部门与国有企业代表企业包括国家电网、南方电网等。4) 整车企业代表包括特斯拉、蔚来、大众。

表4.充电运营商业模式比较

分类	业务模式	盈利来源	代表企业
专业运营商	传统运营商 重资产模式：进行充电桩建设、选址、运营维护全产业链活动，资金需求量大，投资回收期长	充电服务费	特来电、星星充电等
	第三方运营商 轻资产模式：不参与充电桩建设，而为协助运营商“引流”并提供后续运维服务	与运营商分成充电服务费及相关增值服务费	云快充、小桔充电等
政府部门、国有企业	具备雄厚的资金实力和发达的电力网络，凭借完善的电力网络建设高速公路快充网络	充电服务费	国家电网、南方电网、地方城投公司
整车企业	致力于为新能源汽车用户提供完善的后续服务，以推广新能源汽车产品为主要目的	充电服务费、私桩建设与修理维护费	特斯拉、蔚来、大众

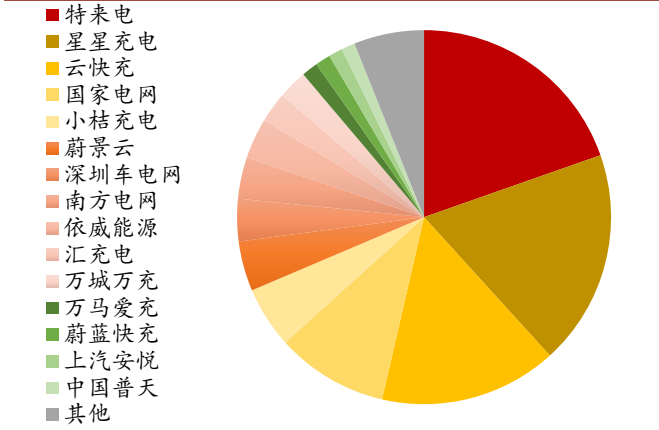
数据来源：头豹产业研究院、财通证券研究所

4.3 头部效应显著，特来电多年保持行业领先地位

充电运营市场集中度高，行业头部效应显著。截至2023年4月，全国TOP5充电运营商分别为特来电（19.63%）、星星充电（18.63%）、云快充（15.36%）、国家电网（9.70%）、小桔充电（5.29%）。根据中国充电联盟，全国充电运营企业TOP15

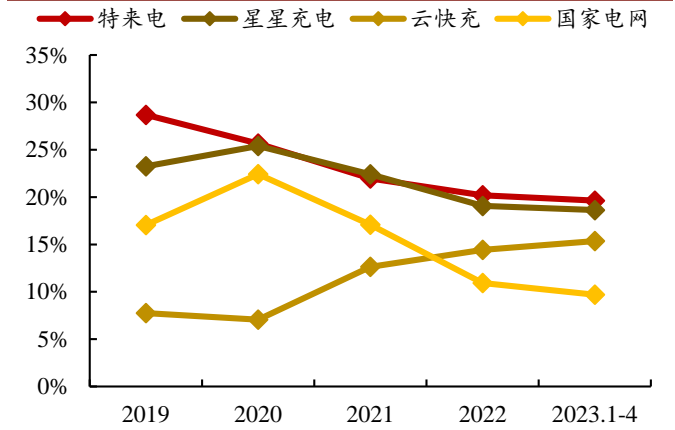
运营商所运营充电桩数量占总量的 93.9%，其余运营商占总量的 6.1%，市场集中度较高。2019 年 12 月-2023 年 4 月期间，特来电、星星充电、云快充、国家电网始终处于行业领先地位，其中特来电和星星充电作为龙头企业，市占率保持在 20% 左右，行业头部效应显著。

图23.截至 2023 年 4 月充电运营商公共桩数量（万台）



数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

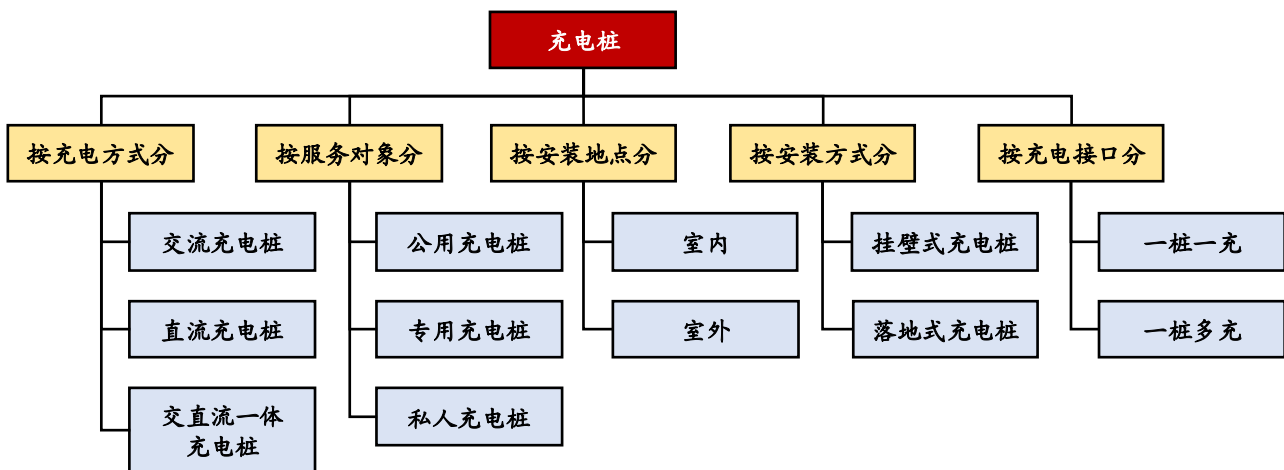
图24.2019-2023 年 4 月充电运营商市占率水平



数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

充电桩分类标准众多，主要按照服务对象和充电方式分类。按照不同标准，充电桩可依据充电方式、服务对象、安装地点、安装方式、充电接口分类。目前主要按照服务对象和充电方式进行分类：1) 以服务对象进行分类，主要分为公用充电桩、专用充电桩和私人充电桩。2) 以充电方式进行分类，则会根据充电功率不同分为直流充电桩和交流充电桩。

图25.充电桩分类



数据来源：科士达官网、财通证券研究所

特来电多领域居于龙头地位，市占率大幅领先竞争对手。截至 2023 年 4 月，公用充电桩、专用充电桩、直流充电桩、交流充电桩领域的前五大运营商市占率之和分别为 65.00%、87.30%、80.01%、65.82%；2023 年 4 月，以充电总功率、充电

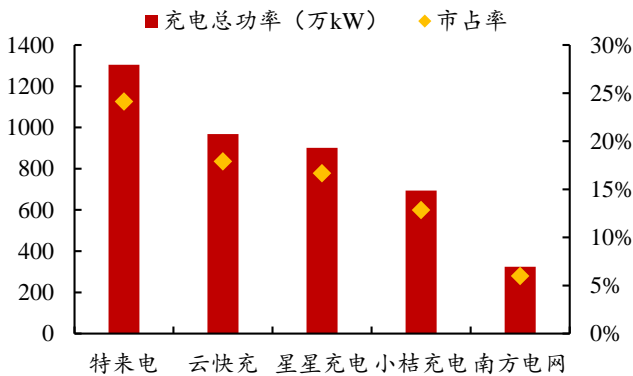
电量计算的前五大运营商市占率之和分别为 77.50%、82.00%，龙头效应显著。其中，特来电在专用充电桩(38.49%)、直流充电桩(27.98%)、充电总功率(24.11%)、充电电量(26.20%)等方面位居行业第一，市占率远超第二名 19.99pct、12.39pct、6.21pct、4.20pct。

表5.TOP5 充电运营商市占率情况 (截至 2023 年 4 月)

	星星充电	云快充	特来电	小桔充电	国家电网	CR5
公用充电桩 (万台)	28.96	28.21	18.66	10.72	9.51	96.06
市占率 (%)	19.60%	19.09%	12.62%	7.25%	6.44%	65.00%
	特来电	国家电网	星星充电	深圳车电网	云快充	CR5
专用充电桩 (万台)	21.09	10.14	8.76	4.96	2.88	47.83
市占率 (%)	38.49%	18.50%	15.99%	9.06%	5.26%	87.30%
	特来电	云快充	星星充电	小桔充电	国家电网	CR5
直流充电桩 (万台)	23.92	13.32	12.16	10.08	8.93	68.41
市占率 (%)	27.98%	15.58%	14.22%	11.78%	10.45%	80.01%
	星星充电	云快充	特来电	国家电网	依威能源	CR5
交流充电桩 (万台)	25.56	17.77	15.82	10.71	7.07	76.94
市占率 (%)	21.87%	15.20%	13.53%	9.17%	6.05%	65.82%

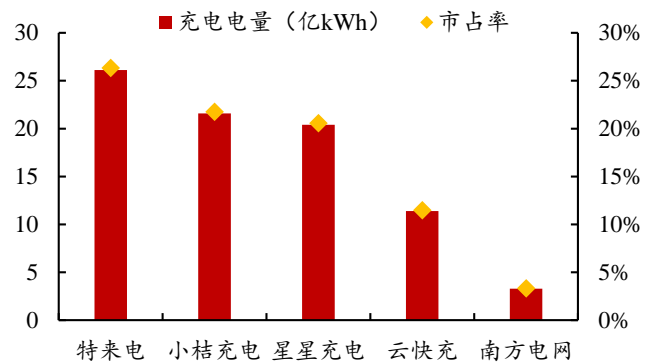
数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

图26.截至 2023 年 4 月充电运营商充电总功率 (万 kW)



数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

图27.2023 年 1-4 月充电运营商充电电量 (亿 kWh)



数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

4.4 充电桩利用率稳步提升，特来电盈利性逐渐好转

特来电充电利用率超全国平均水平，带动盈利性持续好转。根据中国充电联盟数据测算，2021-2023 年 1-4 月全国充电桩利用率为 4.18%、4.93%、6.37%；特来电充电桩利用率为 6.00%、5.85%、6.95%，超过全国平均水平 1.83pct、0.92pct、0.59pct。我们预计随着特来电的充电桩利用率稳步增长，公司未来盈利性将实现逐步好转。

表6.2021-2023年4月全国和特来电公共充电桩利用率测算

	2021	2022	2023.1-4
全国（联盟内）			
公共充电桩数量（万台）	114.70	179.70	202.50
充电总功率（万kW）	3082.72	5005.57	5407.74
合计充电电量（万kWh）	1112095.94	2132761.37	991732.52
月平均单桩充电功率（kW/台）	26.88	27.86	26.70
月平均单桩充电电量（kWh/台）	807.97	989.04	1224.36
月平均充电时长（h）	30.06	35.51	45.85
特来电			
公共充电桩数量（万台）	25.23	36.29	39.74
充电总功率（万kW）	813	1162	1304
合计充电电量（万kWh）	421627	587639	261171
月平均单桩充电功率（kW/台）	32.23	32.02	32.81
月平均单桩充电电量（kWh/台）	1392.79	1349.42	1642.91
月平均充电时长（h）	43.22	42.14	50.07
全国充电桩利用率（%）	4.18%	4.93%	6.37%
特来电充电桩利用率（%）	6.00%	5.85%	6.95%
特来电毛利率（%）	22.07%	19.08%	

数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

特来电专注直流充电桩部署，充电利用率处于行业中上游水平。根据中国充电联盟统计的2023年1-4月各个充电运营充电桩数量、充电总功率和月充电总电量，我们对小桔充电、星星充电、特来电、南方电网、云快充的充电桩利用率进行测算。其中，小桔充电的充电利用率处于最高水平，为10.80%，头部充电运营商特来电和星星充电的充电利用率分别为6.95%和7.86%，而云快充和南方电网充电利用率不足5%。目前国内运营模式已进入到相对成熟且快速发展的阶段，电动车销量驱动有效充电需求带来更高场站利用率，并且运营商选址建站更加注重盈利性而非一味圈地，盈利性逐步好转。

表7.2023年1-4月部分充电桩运营商公共充电桩利用率测算

	特来电	星星充电	云快充	小桔充电	南方电网
公共充电桩数量（万台）	39.74	37.72	31.09	10.72	7.28
充电总功率（万kW）	1304	901	968	694	324
1-4月合计充电电量（万kWh）	261171	204022	113875	215845	32858
月平均单桩充电功率（kW/台）	32.81	23.89	31.14	64.74	44.51
月平均单桩充电电量（kWh/台）	1643.00	1352.21	915.69	5033.70	1128.37
月平均充电时长（h）	50.07	56.61	29.41	77.75	25.35
充电桩利用率（%）	6.95%	7.86%	4.08%	10.80%	3.52%

数据来源：中国充电联盟、财通证券研究所

根据计算所得的充电利用率，我们对特来电的单桩运营收入成本进行以下测算：

● 基本假设

1) **单桩造价**：以30kW直流充电桩为例，假设平均功率价格为500元/kW，计算得单桩造价为1.5万元。2) **理论年充电量上限**：①假设功率为30kW，单车充电

时间为 1h，平均单车充电量为 30kWh；②以一年 360 天为例，已知一天充电车辆数上限为 24 辆，计算得理论年充电量上限为 25.92 万 kWh。3) **实际年充电量**：假设单桩平均使用率为 5%，计算得实际年充电量为 1.30 万 kWh。

● 单桩收入测算

年单桩收入总额：假设服务费为 0.3 元/kWh，电费为 0.5 元/kWh，已知实际年充电量为 1.30 万 kWh，计算得年单桩收入总额为 1.04 万元。

● 单桩成本测算

1) **年折旧费用**：假设设备折旧年限为 10 年，已知单桩造价为 1.5 万元，计算得年折旧费用为 1500 元。2) **年运维费用**：假设年运维费用占投资成本比例为 2%，已知单桩造价为 1.5 万元，计算得年运维费用为 300 元。3) **年电费**：假设电费为 0.5 元/kWh，计算得年电费为 6480 元。4) **年电损**：假设电损为 6%，计算得年电损为 389 元。5) **年单桩成本总额**：假设年场地租金占服务费比例为 30%，计算得年场地租金为 1166 元，年单桩成本总额为 9835 元，则年单桩毛利 533 元。6) **年现金流净额**：已知年折旧费用为 1500 元，年单桩毛利为 533 元，计算得年现金流净额为 2033 元。7) **投资回收年限**：已知单桩造价为 1.5 万元，年现金流净额为 2033 元，计算得投资回收年限为 7.38 年。

根据测算，随着利用率由 5%提升至 12%，我们预计单桩毛利率由 5.14%提升至 15.27%。

表8.单桩收入成本测算

类型	直流（利用率=5%）	直流（利用率=7%）	直流（利用率=12%）
功率（kW）	30	30	30
功率价格（元/kW）	500	500	500
单桩造价（元）	15000	15000	15000
设备折旧年限（年）	10	10	10
年运维费用占投资成本比例	2%	2%	2%
年场地租金占服务费比例	30%	30%	30%
单车充电时间（h）	1	1	1
一天充电车辆数上限（辆）	24	24	24
服务费（元/kWh）	0.3	0.3	0.3
电费（元/kWh）	0.5	0.5	0.5
电损	6%	6%	6%
平均单车充电量（kWh）	30	30	30
单桩平均使用率	5%	7%	12%
理论年充电量上限（kWh）	259200	259200	259200
实际年充电量（kWh）	12960	18144	31104
年单桩收入总额（元）	10368	14515.2	24883.2
年折旧费用（元）	1500	1500	1500
年运维费用（元）	300	300	300
年电费（元）	6480	9072	15552
年电损（元）	389	544	933
年场地租金（元）	1166	1633	2799
年单桩成本总额（元）	9835	13049	21084
年单桩毛利润（元）	533	1466	3799
单桩毛利率	5.14%	10.10%	15.27%
年现金流净额（元）	2033	2966	5299
投资回收年限（年）	7.38	5.06	2.83

数据来源：公司2022年报、头豹研究院、驴达充电设备网、财通证券研究所

5 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

(1) 电动汽车充电网业务：随着新能源车渗透率增长，充电利用率持续提升，带动特来电盈利性逐渐好转。基于历史数据和未来发展趋势，运营方面，我们假设2023-2025年收入为35/50/65亿元，毛利率为9%/12%/15%；设备方面，我们假设收入为30/45/55亿元，毛利率为35%/30%/28%。因此，我们预计公司该项业务2023-2025年实现营收65/95/120亿元，毛利率为21.00%/20.53%/20.96%。

(2) “智能制造+系统集成”业务：公司将系统集成业务、成套开关设备业务、箱式设备业务统一纳入“智能制造+系统集成”板块之中。2023年5月19日，公司《关于2023年限制性股票激励计划实施考核管理办法的更正公告》指出，以2022年营业收入为基数，预计“智能制造+系统集成”业务在2024和2025年营收增速将超过35%和40%；以2022年净利润为基数，“智能制造+系统集成”业务在2024

和 2025 年净利润增速将超过 40%和 70%。因此，我们预计公司“智能制造+系统集成”业务 2023-2025 年实现营收 82/96/114 亿元，毛利率为 23.83%/23.56%/23.25%。其中，我们假设系统集成业务 2023-2025 年收入为 37/41/45 亿元，毛利率保持在 27%；成套开关设备业务收入为 20/22/25 亿元，毛利率保持在 24%；箱式设备业务收入为 25/33/44 亿元，毛利率保持在 19%。我们预计公司未来“智能制造+系统集成”业务毛利率保持稳定的原因：“智能制造+系统集成”业务属于公司传统业务，公司拥有独立完整的研发、设计、生产和销售体系，通过持续优化产品结构，依靠技术优势取胜。因此，相比于依靠低成本竞争战略占领市场的产品，公司产品不易受原材料价格波动影响，生产经营风险较低，在较大程度上保障了公司稳定的毛利率水平。

“智能制造+系统集成”业务保持行业领先，充电运营业务进入收获期。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 147/191/234 亿元，同比增长 22.58%/22.05%/22.08%。

表9.公司分业务收入及毛利率

	2022	2023E	2024E	2025E
电动汽车充电网（特来电）				
营业收入（亿元）	45.69	65.00	95.00	120.00
YOY	47.11%	42.26%	46.15%	26.32%
毛利率	19.08%	21.00%	20.53%	20.96%
系统集成业务（“智能制造+系统集成”板块）				
营业收入（亿元）	33.38	37.00	41.00	45.00
YOY	5.61%	10.83%	10.81%	9.76%
毛利率	27.17%	27.00%	27.00%	27.00%
成套开关设备（“智能制造+系统集成”板块）				
营业收入（亿元）	19.04	20.00	22.00	25.00
YOY	-1.48%	5.02%	10.00%	13.64%
毛利率	23.79%	24.00%	24.00%	24.00%
箱式设备（“智能制造+系统集成”板块）				
营业收入（亿元）	18.18	25.00	33.00	44.00
YOY	46.59%	37.53%	32.00%	33.33%
毛利率	18.81%	19.00%	19.00%	19.00%
合计				
营业收入（亿元）	116.30	147.00	191.00	234.00
YOY	23.18%	26.40%	29.93%	22.51%
毛利率	22.13%	22.58%	22.05%	22.08%

数据来源：iFinD、2023 年限制性股票激励计划实施考核管理办法更正公告 20230519、财通证券研究所

5.2 投资评级

我们预计特锐德 23-25 年实现营业收入 147/191/234 亿元，归母净利润 3.31/4.95/8.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.36/0.61/0.87 元/股，对应 2023 年 6 月 9 日收盘价 PE 分别为 65.49/43.81/26.51 倍。通合科技、盛弘股份和绿能慧充是充电设备行业优质公司，选取三者作为可比公司，对应 2023/2024/2025 年平均 PE 为 52.11/27.62/17.38 倍。给予“增持”评级。

表10.可比公司估值

证券代码	股票简称	当日股价	EPS					PE			
		(元)	2023/6/9	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300491.SZ	通合科技	31.43	0.26	0.57	1.00	1.57	54.07	54.93	31.46	20.04	
300693.SZ	盛弘股份	37.55	1.09	1.06	1.50	2.06	49.84	35.30	24.99	18.20	
600212.SH	绿能慧充	10.10	-0.19	0.15	0.38	0.73	-41.29	66.10	26.41	13.89	
	平均						20.87	52.11	27.62	17.38	
300001.SZ	特锐德	20.84	0.26	0.36	0.61	0.87	58.50	65.49	43.81	26.51	

数据来源：wind、财通证券研究所（可比公司预测数据来自wind一致预期）

6 风险提示

原材料价格波动风险：原材料成本是公司主营业务成本的主要组成部分，原材料价格波动对公司毛利率水平有着重要影响。考虑到原材料电子元器件、钢材等大宗商品市场价格变动明显，公司未来存在因原材料价格上升导致毛利率下滑而引起盈利下降的风险。

市场竞争加剧风险：公司所处行业属于市场化程度较高、竞争较为激烈的行业，部分产品市场领域的资金门槛和资质壁垒逐渐降低，导致市场竞争加剧。其中，充电运营业务盈利后，存在外部巨头进入行业竞争的风险。

充电桩产业政策风险：公司所处行业较容易受到国家总体经济政策和宏观经济环境的影响，如公司所处市场行业环境发生大幅波动，可能造成公司收入的大幅波动。此外，在经济不景气时存在因客户相关建设项目减缓或取消而使公司已获得订单执行周期加长甚至订单被取消的风险。

充电运营盈利无法单纯线性外推风险：当前充电桩运营市场头部效应明显，且布局充电桩的热门区域和城市的充电桩利用率显著高于其余地区。公司充电桩覆盖范围广阔，原有充电桩利用率的提升通过单纯线性外推的不确定性较大，盈利增速在经历拐点后，存在逐步减缓的风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9441.08	11629.64	14700.00	19100.00	23400.00	成长性					
减:营业成本	7412.45	9055.65	11381.00	14888.00	18234.00	营业收入增长率	26.5%	23.2%	26.4%	29.9%	22.5%
营业税费	49.72	65.60	75.95	102.33	126.09	营业利润增长率	0.6%	52.6%	6.5%	53.6%	67.3%
销售费用	572.79	664.52	1038.56	1300.71	1564.29	净利润增长率	-8.4%	45.4%	21.7%	49.5%	65.2%
管理费用	609.20	695.75	1037.82	1300.71	1556.10	EBITDA 增长率	14.7%	39.2%	-57.2%	28.8%	44.5%
研发费用	412.06	442.14	1037.82	1301.67	1556.10	EBIT 增长率	22.6%	61.8%	-45.5%	47.7%	62.4%
财务费用	244.01	238.40	28.48	24.78	18.15	NOPLAT 增长率	20.0%	40.6%	-39.5%	44.7%	59.2%
资产减值损失	-60.23	-213.67	-2.00	-2.00	-2.00	投资资本增长率	27.4%	3.1%	0.6%	2.0%	4.6%
加:公允价值变动收益	9.08	-15.92	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	33.4%	3.9%	4.3%	6.1%	9.4%
投资和汇兑收益	88.95	105.03	174.12	192.90	241.61	利润率					
营业利润	179.53	274.05	291.94	448.47	750.41	毛利率	21.5%	22.1%	22.6%	22.1%	22.1%
加:营业外净收支	-15.84	-10.15	0.00	0.00	0.00	营业利润率	1.9%	2.4%	2.0%	2.3%	3.2%
利润总额	163.69	263.89	291.94	448.47	750.41	净利率	1.9%	2.1%	2.1%	2.4%	3.2%
减:所得税	-13.90	15.15	-13.26	-10.90	-3.08	EBITDA/营业收入	9.4%	10.6%	3.6%	3.6%	4.2%
净利润	187.17	272.20	331.15	495.10	818.06	EBIT/营业收入	3.8%	5.1%	2.2%	2.5%	3.3%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	3102.99	3025.31	2494.10	2146.56	2060.56	固定资产周转天数	111	96	83	70	60
交易性金融资产	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00	流动营业资本周转天数	73	61	51	46	45
应收帐款	5333.41	6696.68	8307.05	10465.72	12756.79	流动资产周转天数	457	420	378	344	332
应收票据	509.33	535.38	756.06	964.02	1153.93	应收帐款周转天数	188	186	184	177	179
预付帐款	283.75	271.43	412.45	518.57	614.15	存货周转天数	62	53	55	55	55
存货	1257.54	1403.75	2076.26	2513.43	3073.80	总资产周转天数	708	653	572	497	460
其他流动资产	915.64	484.23	268.52	106.67	106.74	投资资本周转天数	421	389	313	244	206
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	3.1%	4.3%	5.0%	6.9%	10.3%
长期股权投资	1441.12	1578.50	1708.50	1838.50	1968.50	ROA	0.9%	1.2%	1.3%	1.8%	2.6%
投资性房地产	26.98	23.90	23.90	23.90	23.90	ROIC	3.2%	4.3%	2.6%	3.7%	5.6%
固定资产	2998.00	3216.42	3573.60	3803.36	3982.14	费用率					
在建工程	391.78	397.79	163.12	69.25	31.70	销售费用率	6.1%	5.7%	7.1%	6.8%	6.7%
无形资产	880.66	862.76	793.36	711.45	617.05	管理费用率	6.5%	6.0%	7.1%	6.8%	6.7%
其他非流动资产	34.49	39.99	56.00	56.00	56.00	财务费用率	2.6%	2.0%	0.2%	0.1%	0.1%
资产总额	20200.45	22003.21	24749.13	28010.56	31807.34	三费/营业收入	15.1%	13.7%	14.3%	13.7%	13.4%
短期债务	2953.15	2706.29	2295.70	1896.43	1544.20	偿债能力					
应付帐款	3966.44	4889.96	6319.66	8091.02	9960.21	资产负债率	65.5%	67.1%	69.5%	71.4%	72.4%
应付票据	1719.85	1717.95	2461.95	3166.44	3760.55	负债权益比	189.9%	203.9%	227.7%	249.7%	262.9%
其他流动负债	318.63	335.90	335.90	335.90	335.90	流动比率	1.20	1.18	1.17	1.17	1.19
长期借款	1311.07	1433.73	1533.73	1633.73	1733.73	速动比率	0.89	0.92	0.88	0.88	0.89
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1.61	2.80	3.37	5.94	11.76
负债总额	13233.47	14762.71	17197.63	19999.69	23042.98	分红指标					
少数股东权益	950.79	944.83	918.88	883.15	818.58	DPS(元)	0.02	0.05	0.00	0.00	0.00
股本	1040.71	1040.71	1040.71	1040.71	1040.71	分红比率					
留存收益	1695.86	1947.24	2278.57	2773.67	3591.73	股息收益率	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6966.98	7240.50	7551.50	8010.87	8764.36	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.18	0.26	0.32	0.48	0.79
净利润	187.17	272.20	331.15	495.10	818.06	BVPS(元)	5.78	6.05	6.37	6.85	7.63
加:折旧和摊销	522.29	644.87	206.90	206.02	213.17	PE(X)	138.2	58.5	65.5	43.8	26.5
资产减值准备	137.15	438.43	268.00	268.00	268.00	PB(X)	4.3	2.5	3.3	3.0	2.7
公允价值变动损失	-9.08	15.92	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	248.32	242.57	95.04	79.65	65.37	P/S	2.7	1.4	1.5	1.1	0.9
投资收益	-88.95	-105.03	-174.12	-192.90	-241.61	EV/EBITDA	31.8	14.9	46.4	36.2	25.0
少数股东损益	-9.59	-23.45	-25.95	-35.72	-64.57	CAGR(%)					
营运资金的变动	-610.34	-218.34	-607.66	-691.67	-778.42	PEG	—	1.3	3.0	0.9	0.4
经营活动产生现金流量	297.13	1215.59	35.53	95.09	238.18	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-855.99	-798.45	-203.78	-163.72	-106.57	REP					
融资活动产生现金流量	1418.18	-695.80	-363.14	-278.92	-217.61						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。