

公司研究

电力电子技术为基，充电与储能业务齐飞

——盛弘股份（300693.SZ）首次覆盖报告

要点

盛弘股份是优质的电力电子技术的创新型企业。公司成立于2007年，于2017年在深交所创业板上市。主营电力电子变换和控制设备，产品包括电能质量设备、电动汽车充电桩、新能源电能变换设备、电池化成与检测设备等。公司预计2020年净利润0.9-1.1亿元，同比增长51%-77%。

充电桩：市场快速增长，公司迅速发展。充电桩行业近年来发展迅速，根据我们测算，2020年充电桩行业市场规模已接近100亿元。伴随新能源汽车保有量提升，充电桩数量将持续快速增长。一方面，新能源车保有量快速增长；另一方面，当前3:1的车桩比需要进一步提升以改善用户充电体验。因此，充电桩作为“新基建”的重要一环，将进入发展建设的快车道。根据我们测算，2021年-2025年，充电桩投资额CAGR将达到24%左右，五年合计的投资规模将达到1200亿元左右。

技术同源，公司占据产品优势。公司一直专注于电力电子技术，充电桩技术与电能质量设备技术同源。公司是进入充电桩市场较早的厂商之一，并且凭借扎实的技术能力和稳定的产品性能获得了市场的认可。公司具有完整的电动汽车充电站解决方案，且持续投入研发，绑定下游核心客户，积极加大合作力度。

储能：市场空间广阔，公司PCS技术领先。碳中和背景下，市场空间广阔。随着“30-60碳达峰-碳中和”战略的提出，储能元年即将到来。储能变流器是电化学储能系统中的重要一环，2018年-2022年全球储能变流器市场规模预计合计为63GW，呈持续增长态势。

储能变流器核心是逆变功率模块和二次控制电路，要求较高的电力电子技术积累。公司的储能变流器技术居于市场领先地位。具有模块化，多分支输入，交直流混合微网，带载黑启动，并网与离网状态自动切换，智能启动与休眠等特点。公司依托PCS技术，积极向系统方案提供商转型。

盈利预测、估值与评级：预计公司2020E-2022E净利润为0.91/1.31/1.94亿元，2021年2月26日收盘价对应PE为45/31/21X，可比公司2020E-2022E平均PE为76/40/28X。公司在竞争力上与可比公司相当，给予公司2022年28X PE估值，对应市值54.26亿元人民币，目标价39.65元人民币。公司占据充电桩和储能两大“碳中和”核心赛道，长期受益于行业发展，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：可能存在政策未及时落地、扶持效果不及预期的风险；市场竞争加剧等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	531	636	760	1,119	1,566
营业收入增长率	17.72%	19.69%	19.59%	47.22%	39.87%
净利润（百万元）	48	62	91	131	194
净利润增长率	5.36%	27.99%	46.99%	43.40%	48.17%
EPS（元）	0.35	0.45	0.67	0.96	1.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.95%	9.37%	12.33%	15.38%	19.09%
P/E	84	65	45	31	21
P/B	6.7	6.1	5.5	4.8	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-26

买入（首次）

当前价/目标价：29.68/39.65元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

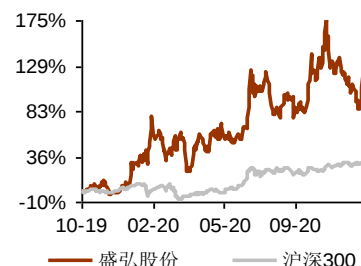
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.37
总市值(亿元):	40.62
一年最低/最高(元):	14.32/34.17
近3月换手率:	294.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.55	4.85	42.97
绝对	-1.30	12.44	78.41

资料来源：Wind

目 录

1、公司概况：优质电力电子技术企业.....	4
1.1、历史沿革	4
1.2、主营业务	5
1.3、股权结构	6
1.4、财务分析	7
2、充电桩：市场快速增长，公司迅速发展.....	9
2.1、行业：未来五年投资规模超千亿	9
2.2、技术同源，公司占据产品优势.....	11
2.3、绑定下游核心客户，积极加大合作力度	11
3、储能：市场空间广阔，公司 PCS 技术领先.....	12
3.1、行业：碳中和背景下，市场空间广阔.....	12
3.2、PCS 技术市场领先，向系统方案提供商转型	13
4、盈利预测与估值水平	14
4.1、关键假设	14
4.2、盈利预测	15
4.3、估值与评级.....	16
5、风险分析.....	16

图目录

图 1: 盛弘股份发展历程.....	4
图 2: 能源互联网.....	4
图 5: 有源电力滤波器 APF.....	5
图 6: 静止无功发生器 SVG.....	5
图 7: 一体化室外直流充电机.....	5
图 8: 交流充电桩.....	5
图 9: 商业级储能变流器.....	6
图 10: 电网级储能变流器.....	6
图 11: 锂电 BTS-500V/750V 系列.....	6
图 12: 铅酸系列小密电池化成系统.....	6
图 13: 盛弘股份股权结构 (截至 2020 年 Q3)	7
图 14: 2015-2020Q1-3 盛弘股份营业收入.....	7
图 15: 2015-2019 盛弘股份收入结构 (按市场, 单位: 亿元)	7
图 3: 2015-2019 年盛弘股份收入结构 (按产品, 百分比)	8
图 4: 2015-2019 年盛弘股份收入结构 (按产品, 单位: 亿元)	8
图 16: 2015-2020Q1-3 盛弘股份净利润/扣非净利润.....	8
图 17: 2016-2020Q1-3 盛弘股份毛利率和净利率.....	9
图 18: 2016-2020Q1-3 盛弘股份期间费用率.....	9
图 19: 2016-2020Q3 盛弘股份偿债能力和营运能力	9
图 20: 2016-2020Q1-3 盛弘股份经营现金流量	9
图 21: 全国充电运营企业所运营充电桩数量.....	12
图 22: 储能变流器市场需求持续快速增长	13
图 23: 盛弘多分支储能系统示意图	14
图 24: 公司积极向系统方案提供商转型.....	14

表目录

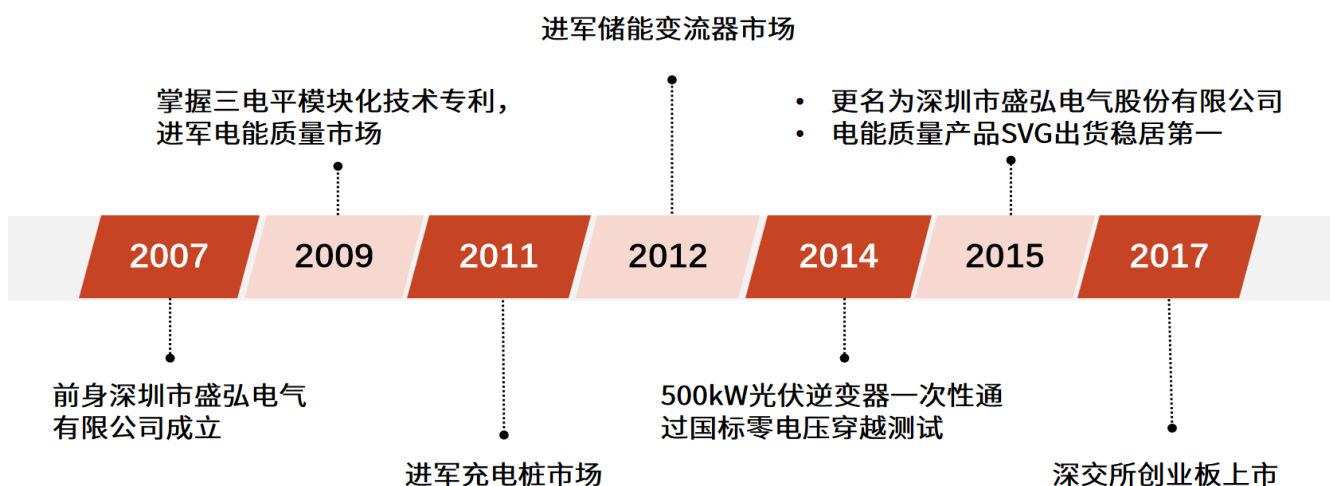
表 1: 盛弘股份十大股东明细 (截至 2020 年 Q3)	6
表 2: 2021-2025 年国内充电桩市场规模测算	10
表 3: 公司充电桩相关专利.....	11
表 4: 2016 年公司前五大客户情况	12
表 5: 公司分业务收入预测 (亿元)	15
表 6: 盈利预测	15
表 7: 可比公司估值比较	16

1、公司概况：优质电力电子技术企业

1.1、历史沿革

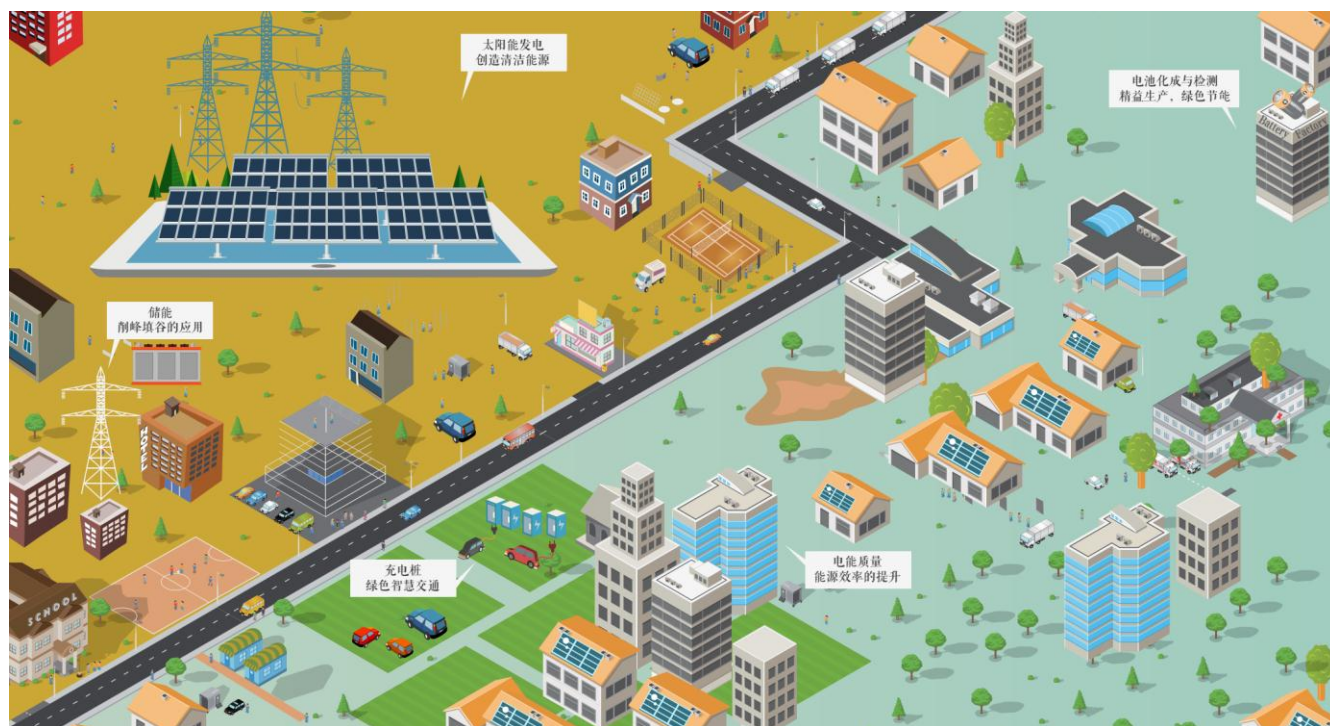
盛弘股份是一家专注于电力电子技术的创新型企业。公司成立于 2007 年，于 2017 年 8 月 22 日在深交所创业板上市。公司主营电力电子变换和控制设备，电能质量设备广泛应用于石油矿采、轨道交通等三十多个行业，销售网络覆盖亚洲、大洋洲、欧洲以及北美洲。成立以来，盛弘股份成长迅速，致力于能源互联网生态电能利用的每一个环节，提供智慧能源解决方案。

图 1：盛弘股份发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 2：能源互联网



资料来源：公司官网

1.2、 主营业务

盛弘股份主营电力电子变换和控制设备。公司产品包括电能质量设备、电动汽车充电桩、新能源电能变换设备、电池化成与检测设备。

主营产品之一：电能质量设备。电能质量设备主要解决电压波动、电网谐波含量增加、三相电压不平衡等问题，能够提高电能应用效率和稳定性。电能质量设备可分为：（1）电能质量监测系统，帮助用户了解电网供电或用电的状态；（2）电能质量治理设备，如无功补偿装置、谐波治理设备等，从电压、谐波、功率因数等方面对电能质量问题进行修正和完善；（3）软件系统，帮助企业实现电能质量监控和治理的自动化。公司目前产品包括有源电力滤波器（APF）、静止无功发生器（SVG）、增强式静止无功发生器（ASVG）、混合补偿（SVG）智能校正装置（SPC）等。

图 3：有源电力滤波器 APF



资料来源：公司官网

图 4：静止无功发生器 SVG



资料来源：公司官网

主营产品之二：电动汽车充电桩。可分为直流充电桩和交流充电桩，其中直流充电桩可分为一体化室外充电桩、分体式室内充电桩和充电模块。直流充电桩应用大功率快充，提升出行效率，分布于公共停车场、商业楼宇、小区住宅、高速公路等。交流充电桩主要用于居家慢充，延长电池寿命。

图 5：一体化室外直流充电桩



资料来源：公司官网

图 6：交流充电桩



资料来源：公司官网

主营产品之三：新能源电能变换设备。可分为储能变流器和光伏逆变器。储能变流器是储能系统的核心设备，连接电网、各种储能电池及能源载体，并对连接的各个能源节点实现智能调配。在负荷低谷时，输出电能用蓄电池存储，负荷高峰时释放存储的电能，减少对电网的压力；电网故障时，切换至离网模式继续供电。实现电能的自由存储和调度，削峰填谷，改善电能质量。

图 7：商业级储能变流器



资料来源：公司官网

图 8：电网级储能变流器



资料来源：公司官网

主营产品之四：电池化成与检测设备。可分为自动化针床系列、PACK 测试系统系列、充放电一体机系列。通过模块化设计和三电平等技术，在电池生产环节帮助电池厂家提高检测精度及生产效率，节约电能及投资成本，实现精益生产。同时保障动力电池、梯次电池安全应用。

图 9：锂电 BTS-500V/750V 系列



资料来源：公司官网

图 10：铅酸系列小密电池化成系统



资料来源：公司官网

1.3、股权结构

盛弘股份的实际控制人**是方兴**。方兴先生是盛弘股份的创始人，毕业于西安交通大学，曾就职于宝洁(广州)有限公司，2007 年 9 月，创立深圳市盛弘电气有限公司，2015 年 6 月以来，任深圳市盛弘电气股份有限公司董事长、总经理。截至 2020 年 Q3，方兴先生持有 26046075 股，占总股本比例 19.03%。

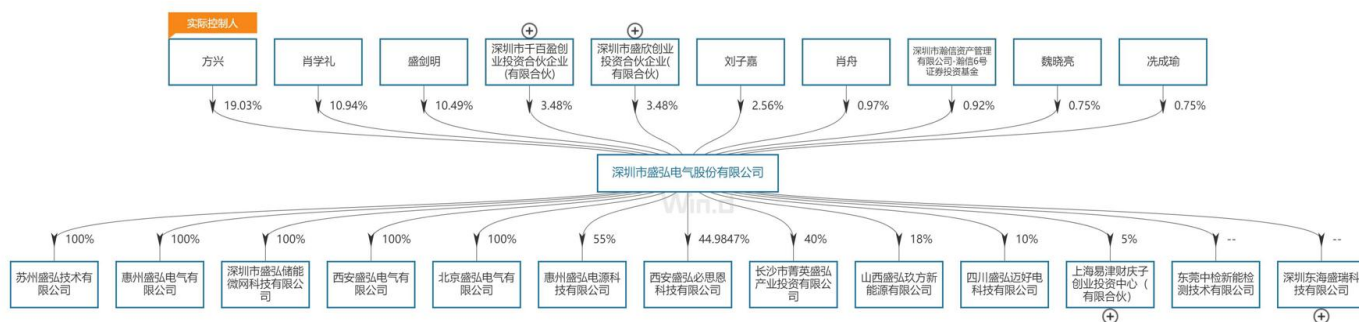
表 1：盛弘股份十大股东明细（截至 2020 年 Q3）

股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）
方兴	26,046,075	19.03
肖学礼	14,970,367	10.94
盛剑明	14,354,803	10.49
深圳市盛欣创业投资合伙企业(有限合伙)	4,764,285	3.48
深圳市千百盈创业投资合伙企业(有限合伙)	4,764,285	3.48
刘子嘉	3,496,600	2.56
肖舟	1,320,649	0.97
深圳市瀚信资产管理有限公司-瀚信 6 号证券投资基金	1,254,200	0.92

洗成瑜	1,020,030	0.75
魏晓亮	1,020,030	0.75
总计	73,011,324	53.37

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 11：盛弘股份股权结构（截至 2020 年 Q3）

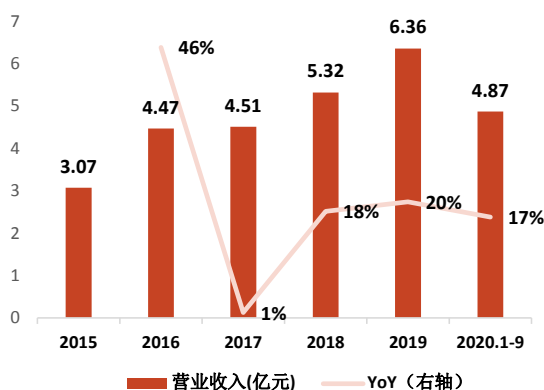


资料来源：Wind

1.4、 财务分析

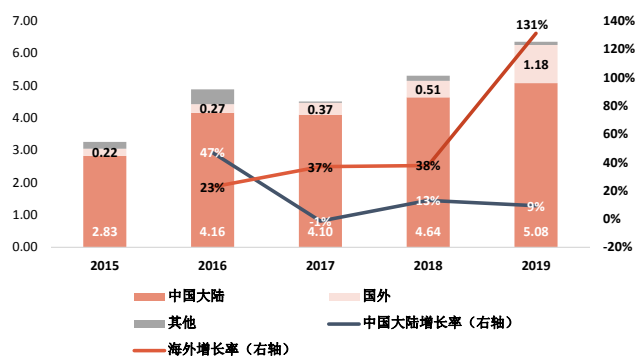
随着充电桩与储能行业的发展，以及公司对海外市场的开拓，公司营收规模稳定增长，2019 年已达 6.36 亿元。盛弘股份是电力电子行业领军企业，近年业绩持续稳定提升。2015 年-2019 年，营业收入分别为 3.07 亿元、4.46 亿元 (+46%，同比，下同)、4.51 亿元 (+1%)，5.32 亿元 (+18%)、6.36 亿元 (+20%)，2020 年前三季度实现营收 4.87 亿元 (+17%)。海外市场增长迅猛，海外销售额占总收入比重由 2015 年的 8% 上升到 2019 年的 23%，2019 年海外收入同比增长 131%。

图 12：2015-2020Q1-3 盛弘股份营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

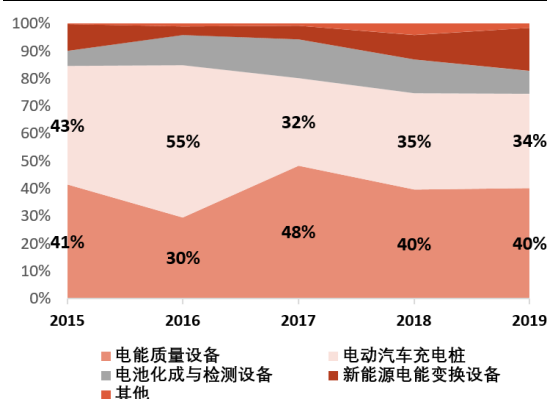
图 13：2015-2019 盛弘股份收入结构（按市场，单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

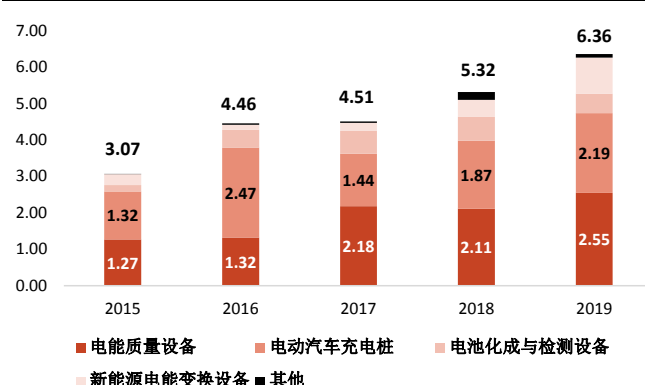
公司主要销售收入来源为电能质量设备和电动汽车充电桩，储能业务增长迅速。2015-2019 年，电能质量设备收入占比分别为 41%、30%、48%、40%、40%，2019 年销售额为 2.55 亿元；电动汽车充电桩收入占比分别为 43%、55%、32%、35%、34%，2019 年销售额为 2.19 亿元。新能源电能变换设备（主要为储能产品）的占比近年来快速提升，2016-2019 年收入占比分别为 3%、5%、9%、16%，2019 年销售额达到 0.99 亿元。

图 14: 2015-2019 年盛弘股份收入结构 (按产品, 百分比)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

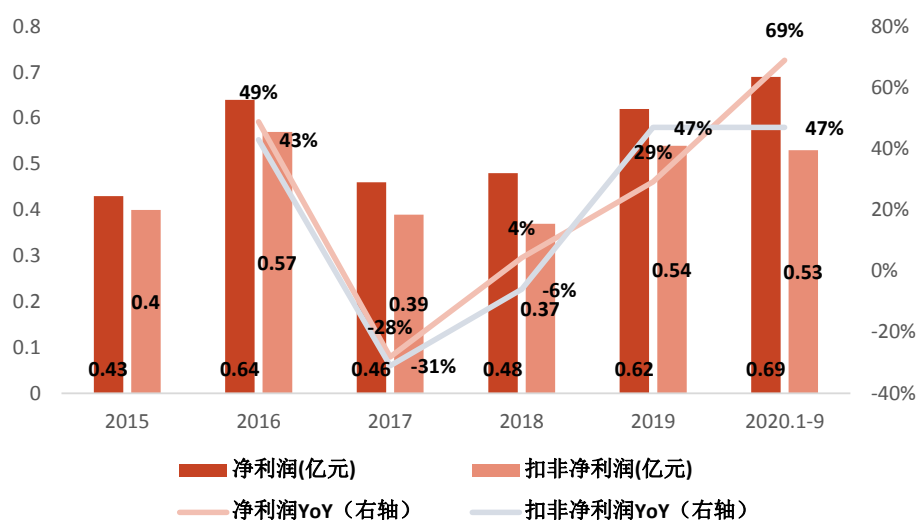
图 15: 2015-2019 年盛弘股份收入结构 (按产品, 单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司净利润高速增长, 2020 年预计达 0.9-1.1 亿元。2015-2019 年, 净利润分别为 0.43 亿元、0.64 亿元 (+49%, 同比, 下同)、0.46 亿元 (-28%)、0.48 亿元 (+5%)、0.62 亿元 (+28%), 公司预计 2020 年净利润 0.9-1.1 亿元, 同比增长 51%-77%。

图 16: 2015-2020Q1-3 盛弘股份净利润/扣非净利润

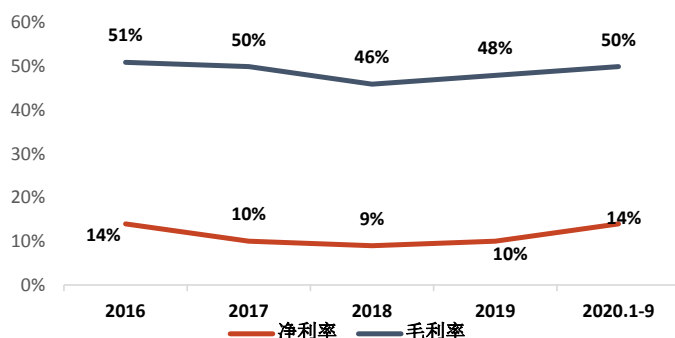


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

毛利率维持高水平, 净利率稳步提升。盛弘股份属于高新技术企业, 其产品具有高附加值, 毛利率水平较高, 近年稳定在 50% 左右, 2020 年前三季度比上年同期+2pct。净利率水平连续两年增长, 2020 年前三季度比上年同期+4pct。

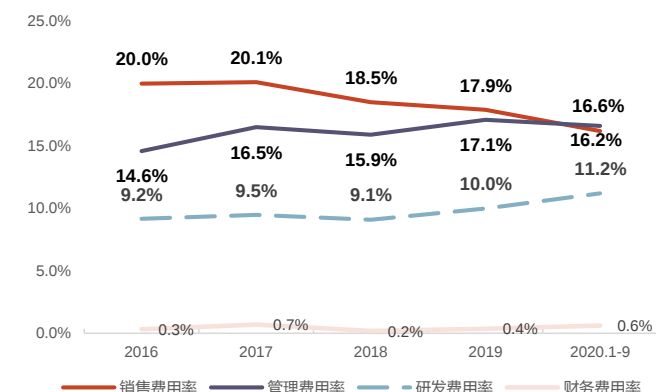
期间费用率基本稳定, 研发费用率上升。公司销售费用率呈下降趋势, 管理费用率、财务费用率基本稳定, 近年来, 研发费用率稳步提升, 大力投入技术研发, 稳固公司技术壁垒。

图 17: 2016-2020Q1-3 盛弘股份毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

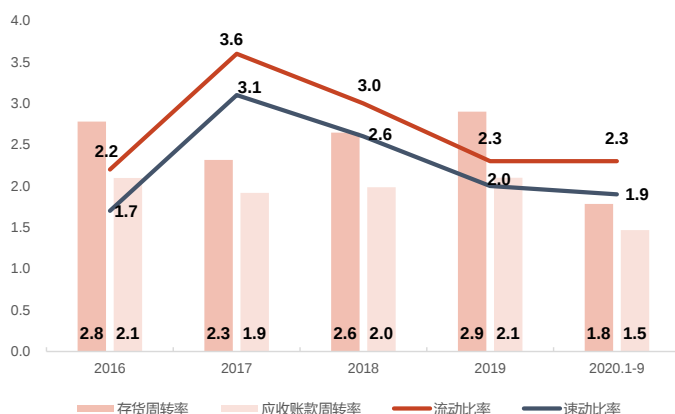
图 18: 2016-2020Q1-3 盛弘股份期间费用率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

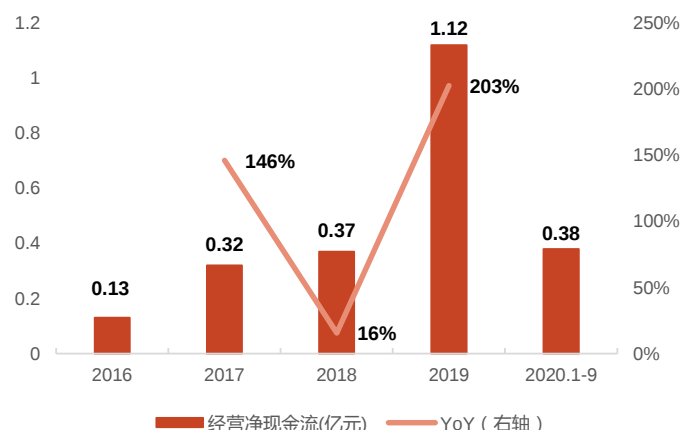
财务状况健康, 现金流充裕。公司偿债能力较强, 截至 2020Q3 末, 流动比率为 2.3, 速动比率为 1.9; 资金周转效率高, 应收账款周转率和存货周转率整体较快; 2016-2019 年, 经营净现金流不断上升, 现金流充裕, 收入质量较高, 2020 年受疫情影响略有下滑。

图 19: 2016-2020Q3 盛弘股份偿债能力和营运能力



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 20: 2016-2020Q1-3 盛弘股份经营现金流量



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

2、充电桩：市场快速增长，公司迅速发展

2.1、行业：未来五年投资规模超千亿元

充电桩行业近年来发展迅速。根据中国充电联盟统计, 截至 2020 年 12 月, 全国充电基础设施累计数量为 168.1 万台, 同比增加 37.9%。其中, 公共充电基础设施累计数量为 87.4 万台, 同比增加 56.3%。根据我们测算, 2020 年充电桩行业市场规模已接近 100 亿元。

伴随新能源汽车保有量提升, 充电桩数量将持续快速增长。近年来, 新能源汽车作为我国一项战略性新兴产业获得了快速发展, 我们预计未来五年 CAGR 将超过 30%。根据我们测算, 到 2025 年, 我国新能源汽车保有量将接近 2000 万辆, 是 2020 年保有量的 4 倍。一方面, 新能源车保有量快速增长; 另一方面, 当前

3:1 的车桩比需要进一步提升,以改善用户充电体验。因此,充电桩作为“新基建”的重要一环,将进入发展建设的快车道。

充电桩未来五年投资规模合计超千亿元。根据我们测算,2021 年-2025 年,充电桩投资额 CAGR 将达到 24%左右。2021 年-2025 年,五年合计的投资规模将达到 1200 亿元左右。

表 2: 2021-2025 年国内充电桩市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量 (万辆)	78	127	121	137	181	236	320	441	607
yoy		63%	-5%	14%	32%	30%	35%	38%	38%
新能源汽车保有量 (万辆)	153	261	381	492	673	910	1152	1466	1952
yoy		71%	46%	29%	37%	35%	27%	27%	33%
车桩比	3.4	3.4	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7
充电桩保有量 (万个)	45	78	122	168	234	322	415	537	729
yoy (%)		74%	57%	38%	39%	38%	29%	30%	36%
新增充电桩 (万个)	24	33	44	46	66	88	93	123	192
yoy (%)		38%	33%	5%	43%	33%	6%	32%	56%
公共充电桩占比	48%	39%	42%	48%	45%	45%	45%	45%	45%
公共桩保有量 (万个)	21	30	52	81	105	145	187	242	328
直流充电桩占比				50%	50%	50%	50%	50%	50%
交流充电桩占比				50%	50%	50%	50%	50%	50%
直流桩投资 (万元)				8	8	8	8	8	8
交流桩投资 (万元)				0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
私人充电桩占比	52%	61%	58%	52%	55%	55%	55%	55%	55%
私人桩保有量 (万个)	23	48	70	87	129	177	228	295	401
私人桩投资 (万元)				0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
投资规模 (亿元)				98.7	141.4	188.2	199.3	263.2	410.9
yoy					43%	33%	6%	32%	56%
21-25 年总规模 (亿元)					1203.0				

资料来源: 中国充电联盟、中汽协, 光大证券研究所测算

2.2、技术同源，公司占据产品优势

公司一直专注于电力电子技术，充电桩技术与电能质量设备技术同源。公司起步于电能质量设备，电能质量设备是公司业务的基石。公司以电能质量设备的技术为基础，在自身技术储备充足的情况下，于 2011 年研制推出了电动汽车充电桩模块，用于对电动汽车蓄电池充电，同时亦可有效治理谐波。公司是进入该市场较早的厂商之一，并且凭借扎实的技术能力和稳定的产品性能获得了市场的认可。

公司具有完整的电动汽车充电站解决方案，且持续投入研发。公司的产品满足国家充电设备相关标准，符合国家电网、普天新能源、南方电网等国内重大客户的要求，公司的产品已经在全国多地拥有多年的运行经验。且公司仍在充电桩领域持续研发，截至 2020 年底在充电桩领域共有 17 项专利。

表 3：公司充电桩相关专利

专利名称	发布时间	摘要
一种直流充电桩系统的风扇选型方法	2020.10.09	发明公开了一种直流充电桩系统的风扇选型方法，用于从多种类型的待选风扇中选择合适的类型风扇作为充电桩系统的系统风扇。
一种室外型充电桩	2020.09.25	本发明公开了一种室外型充电桩，包括柜体，柜体包括进风组件和出风组件，进风组件和出风组件均包括整流罩、透风活动门、防水百叶以及一排防水消音片。
一种多层拓扑管理结构的设备升级方法及充电桩系统	2020.09.18	本发明公开了一种多层拓扑管理结构的设备升级方法及充电桩系统，通过逐层传送文件方式获取升级数据，减少报文命令类型以及交互的业务控制逻辑方式，极大提高升级的可靠性，提高了系统升级成功率。
充电桩日志导出方法、充电桩以及控制设备	2019.07.02	本发明公开了一种充电桩日志导出方法、充电桩以及控制设备。此方法作简易，不需要专业人员和专业工作即可进行日志导出，日志导出效率高，而且可以实现指定部分充电桩或全部充电桩同时导出日志。
充电桩软件升级方法、充电桩以及控制设备	2019.06.21	本发明公开了一种充电桩软件升级方法、充电桩以及控制设备。此方法作简易，不需要专业人员和专业工作即可进行软件升级，软件升级效率高，而且可以实现指定部分充电桩或全部充电桩批量升级。
充电方法、系统以及充电桩控制器	2019.04.23	本发明公开了一种充电方法、系统以及充电桩控制器，一方面，将已经在充电的充电枪所对应的功率单元维持在开机状态，保证车辆的继续充电，另一方面，将所述多个功率单元的功率整合后分摊给所有需充电的充电枪，充分利用了多个功率单元的功率，充电效率提高，有效将系统中各功率单元柔性分配到各个充电枪，以降低现有技术接触器或继电器过多、成本高、软件控制复杂等问题。
一种立体车库的自动对接充电系统及充电方法	2017.08.01	本发明通过将充电终端拆分成跟随移动载车板动作的第二终端以及固定在立体停车位内与充电主机连接的第一终端，解决了传统有线充电系统的充电电缆不能跟随移动载车板运动和立体停车位内无法对接电缆的问题。
一种充电桩实时保存 BMS 通信报文的方法以及直流充电桩	2017.07.21	本发明在直流充电桩出现异常时，现场非专业技术人员即可实时把热插拔存储设备取下来获取其中的通信报文，不用专业的 CAN 卡工具，降低现场分析的成本，不用现场接线和为重复问题而再次充电，节省截通信报文所需要的时间和车辆。
一种电动汽车充电系统	2017.05.31	本发明公开了一种电动汽车充电系统，包括：N 个充电模块，用于提供充电电流；采用本发明实施例，能够满足不同功率电动汽车的充电需求和智能分配。
一种多枪充电系统	2017.05.31	本发明公开了一种多枪充电系统，采用本发明实施例，实现简单，可靠性高，且成本低，易于扩展。
一种兼容交直流输入的充电系统及方法	2017.05.31	本发明能够兼容交直流两种电压源的使用，且降低成本、减小体积、提高系统可靠性。
一种充电站功率自动调控方法以及系统	2017.05.24	本发明可缓解充电站资源紧缺的问题。
一桩多枪轮流充电方法以及系统	2017.05.17	采用一主多从方式，从枪出现故障不会影响其他枪充电，主枪出现故障可以通过设置其中一个从枪为主枪继续充电，容错性能提高。
一种电池过充过放保护方法以及系统	2017.05.17	本发明基于现有的采样电路的采样结果，执行四层保护逻辑，可以针对电压采样线接触不稳、电压采样线掉落、电压采样电路故障这些导致采样电压异常的情况进行逻辑保护，无需增加硬件设备，极大地提高电池充放电的安全系数。
一种充电卡管理系统以及方法	2017.05.10	本发明安全性高，不容易被破解盗取，防止篡改充电卡数据，防止管理人员盗用充电卡，成本低。
一种充电桩离网停止充电的方法以及系统	2017.03.22	本发明可以实现充电桩离网时通过输入与充电 ID 绑定的停止充电密码结束充电的效果，或者，用户通过刷卡充电，在充电过程中若用户不慎把充电卡丢失或不想用充电卡终止，也可以通过输入与充电 ID 绑定的停止充电密码结束充电。
一种电动汽车充电系统	2015.10.07	实施本发明的有益效果是，在每一电源模块的正极和/或负极输出端口安装一由半导体开关组成的切换单元，通过控制半导体开关的导通或关断可以灵活分配电源模块和多路充电输出接口之间的电能输出，且系统成本低，占用空间小。

资料来源：国家知识产权局，光大证券研究所整理

2.3、绑定下游核心客户，积极加大合作力度

公司与核心客户绑定多年，且持续加大合作力度。根据 2017 年招股说明书披露的数据，特锐德、普天新能源、国家电网、南方电网等下游核心公司均为公司的

客户。凭借多年的服务充电桩行业运营商积累的经验，配合研发技术优势，针对商务车充电市场的快速增长和商务车快速充电的特殊需求，持续加大与充电运营商及出行服务商的合作力度。2019 年，公司与滴滴出行旗下的小桔充电进行合作，成为其重要的合作伙伴。

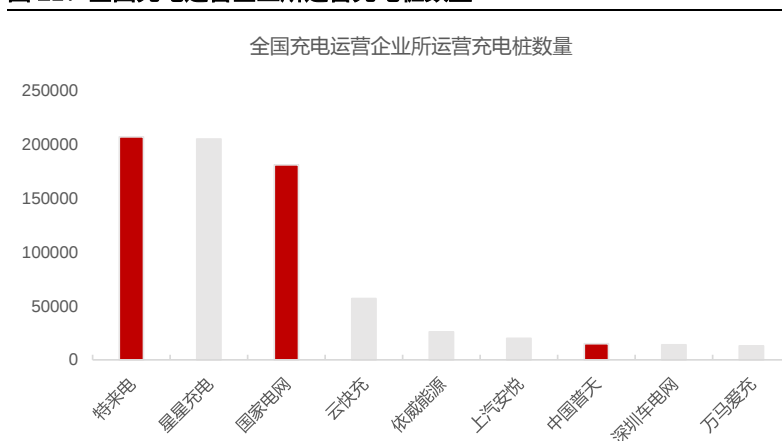
表 4：2016 年公司前五大客户情况

排名	前五名销售客户名称	销售额（万元）	占营业收入比重
1	特锐德	3,570.22	7.99%
2	北京国网普瑞特高压输电技术有限公司	3,182.13	7.12%
3	普天新能源	2,038.56	4.56%
4	北京华商三优新能源科技有限公司	1,842.25	4.12%
5	深圳市前海中电新能源科技有限公司	1,699.97	3.81%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

公司核心客户特锐德、国家电网、普天新能源运营充电桩数量占有所有运营商的 50%。截止到 2020 年 12 月，全国充电运营企业所运营充电桩数量超过 1 万台的共有 9 家，其中特锐德、国家电网、普天新能源三家为公司核心客户，共运营 40.3 万台，占有所有运营商总量的 50%。

图 21：全国充电运营企业所运营充电桩数量



资料来源：中国充电联盟，光大证券研究所整理；单位：台

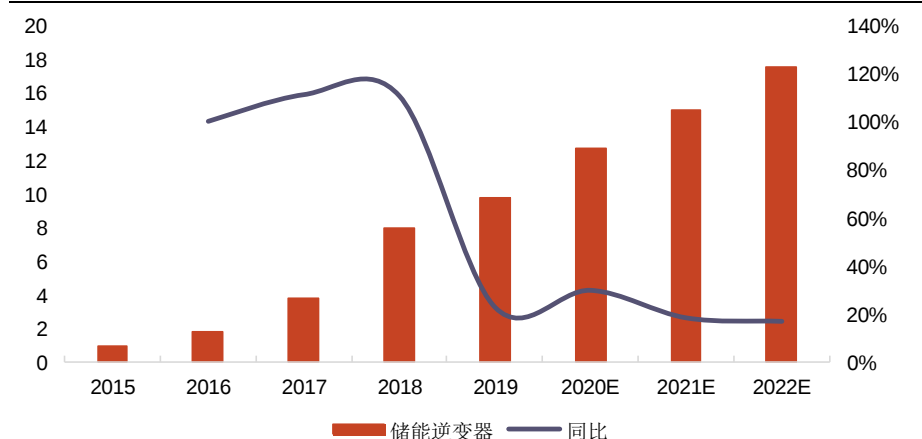
3、储能：市场空间广阔，公司 PCS 技术领先

3.1、行业：碳中和背景下，市场空间广阔

随着“30-60 碳达峰-碳中和”战略的提出，储能元年即将到来。2020 年 9 月，我国在第 75 届联合国大会提出“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，2060 年前实现碳中和”；在 2020 年 12 月的联合国气候雄心峰会和中央经济工作会议上，“30-60”的目标被反复提及，标志着“碳达峰-碳中和”已成为国家战略。当可再生能源成为主力能源时，为了解决真正意义上的平价和时间空间可移动性，储能必然得到大力的发展。

储能变流器(Power Conversion System, PCS, 也称储能逆变器)是电化学储能系统中的重要一环,是连接于电池系统与电网之间的实现电能双向转换的装置。根据 IHS Markit 发布的全球市场研究报告,到 2022 年,并网型储能变流器规模将增至 7GW。2018 年-2022 年全球储能变流器市场规模预计合计为 63GW,呈持续增长态势。

图 22: 储能变流器市场需求持续快速增长



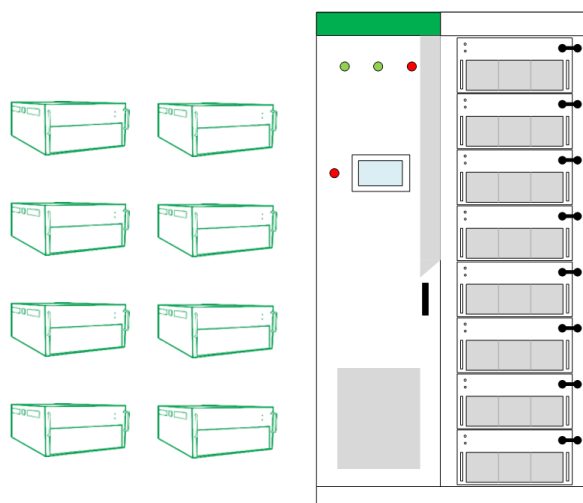
资料来源: 固德威招股书, IHS; 单位: GW

3.2、PCS 技术市场领先，向系统方案提供商转型

储能变流器核心是逆变功率模块和二次控制电路，要求较高的电力电子技术积累。公司一直专注于电力电子技术，2010 年，公司在电能质量产品的硬件技术平台基础上，通过软件逻辑和算法控制，研制出光伏逆变器，随后，由于电池储能的兴起，公司进一步开发了储能变流器。

公司的储能变流器技术居于市场领先地位。具有模块化，多分支输入，交直流混合微网，带载黑启动，并网与离网状态自动切换，智能启动与休眠等特点。公司首创的“多分支输入”设计理念，能够在单台储能变流器直接接入不同品牌、不同类别、不同 SOC 的电池，消除由于不同的电池组并联之间产生的环流问题，以及减少电池梯次利用后复杂的筛选环节，延长整个系统的寿命。

图 23：盛弘多分支储能系统示意图



最大可支持8分支输入

资料来源：公司官网

公司积极向系统方案提供商转型。随着国内外多个项目的建设与交付，公司在储能产品领域已拥有针对不同使用场景较为完善的储能解决方案及成熟的系统集成能力，积累了丰富的相关经验，进一步提升了为用户提供系统解决方案及增值服务的综合能力。随着商用储能、微网系统等储能系统新应用模式的推广，将积极推动公司从传统的产品销售向提供系统解决方案、再到提供运营服务的转型。

图 24：公司积极向系统方案提供商转型



资料来源：公司官网

4、盈利预测与估值水平

4.1、 关键假设

电能质量设备业务：电能质量设备是公司的基础业务，拥有深厚的技术积累和客户资源，且行业增速比较稳定，预计该业务可以保持稳健的增长。预测 20-22 年收入增速分别为 11%、10%、9%。由于行业格局与公司客户关系较为稳定，预测 20-22 年毛利率稳定在 58.74%。

充电桩业务：未来五年全国将进入充电桩建设的高峰期，公司将充分受益于行业的快速增长，预计该业务将会迅速增长。预测 20-22 年收入增速分别为 20%、

60%、40%。由于行业竞争愈发激烈，预计毛利率会略有下滑，预测 20-22 年毛利率分别为 35.32%、35.12%、34.92%。

电池化成与检测设备业务：随着下游动力电池行业的快速增长，公司的电池化成与检测设备业务将获得快速的发展。预测 20-22 年收入增速分别为 50%、60%、40%。随着下游需求的快速提升与海外市场的开拓，预计 20 年毛利率会有明显提升，之后随着参与者的增加略有下降。预测 20-22 年毛利率分别为 52.00%、51.50%、51.00%。

储能业务：随着“30-60 碳达峰-碳中和”战略的提出，储能元年即将到来。公司将充分受益于行业的快速增长，预计该业务将会迅速增长。预测 20-22 年收入增速分别为 25%、100%、80%。由于公司储能业务海外市场的开拓，预计 20 年毛利率会有明显提升，之后一段时间保持稳定，预测 20-22 年毛利率分别为 55.00%、54.50%、55.00%。

表 5：公司分业务收入预测（亿元）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
电能质量设备							
收入	1.32	2.18	2.11	2.55	2.83	3.11	3.39
yoy		65%	-3%	21%	11%	10%	9%
毛利率(%)	68.52	57.78	60.06	58.39	58.74	58.74	58.74
电动汽车充电桩							
收入	2.47	1.44	1.87	2.19	2.63	4.20	5.89
yoy		-42%	30%	17%	20%	60%	40%
毛利率(%)	41.07	34.51	32.14	35.52	35.32	35.12	34.92
电池化成与检测设备							
收入	0.49	0.63	0.65	0.53	0.80	1.27	1.78
yoy		29%	3%	-18%	50%	60%	40%
毛利率(%)	61.36	52.14	45.56	49.95	52.00	51.50	51.00
新能源电能变换设备（储能业务）							
收入	0.14	0.22	0.47	0.99	1.24	2.48	4.46
yoy		57%	114%	111%	25%	100%	80%
毛利率(%)	28.46	68.95	48.24	49.73	55.00	54.50	55.00
其他业务							
收入	0.04	0.04	0.22	0.10	0.12	0.13	0.15
yoy		0%	450%	-55%	15%	15%	10%
毛利率(%)	71.44	45.13	25.33	20.00	20.00	20.00	20.00
合计							
收入	4.46	4.51	5.32	6.36	7.61	11.20	15.66
yoy		1%	18%	20%	20%	47%	40%
毛利率(%)	51.30	49.99	45.99	47.86	48.75	47.65	47.48

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

4.2、盈利预测

根据上述关键假设，我们预计公司 20-22 年收入分别为 7.61 亿元（+19.59%），11.20 亿元（+47.22%），15.66 亿元（+39.87%）。

预计公司 20-22 年净利润分别为 0.91 亿元（+46.99%），1.31 亿元（+43.40%），1.94 亿元（+48.17%），EPS 分别为 0.67 元，0.96 元，1.42 元。

表 6：盈利预测

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	531.26	635.84	760.41	1,119.49	1,565.79
营业收入增长率	17.72%	19.69%	19.59%	47.22%	39.87%

净利润 (百万元)	48.48	62.05	91.21	130.79	193.79
净利润增长率	5.36%	27.99%	46.99%	43.40%	48.17%
EPS (元)	0.35	0.45	0.67	0.96	1.42
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.95%	9.37%	12.33%	15.38%	19.09%
P/E	84	65	45	31	21
P/B	6.7	6.1	5.5	4.8	4.0

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价日期为 2021 年 2 月 26 日

4.3、估值与评级

我们选取主营为充电桩业务的特锐德、业务涉及储能与充电的科士达、以及主营为电能变换设备业务的固德威作为可比公司，2021 年 2 月 26 日股价对应可比公司 2020E-2022E 平均 PE 为 76/40/28X。

公司在竞争力上与可比公司相当，考虑到所处赛道的成长性，给予公司 2022 年 28XPE 估值，对应市值 54.26 亿元人民币，目标价 39.65 元人民币。公司占据充电桩和储能两大“碳中和”核心赛道，长期受益于行业发展，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2019	PEG -2019	市值 (亿元)
	2021.02.26	19 年	20 年	21 年	22 年	19 年	20 年	21 年	22 年				
特锐德	29.67	0.27	0.24	0.51	0.83	110	125	58	36	45.48%	2.75	296.0	
科士达	11.74	0.55	0.60	0.75	0.85	21	20	16	14	15.62%	1.26	68.4	
固德威	237.20	1.56	2.87	5.05	7.18	152	83	47	33	66.34%	1.25	208.7	
平均						94	76	40	28				

资料来源：wind 一致预期；注：股价日期为 2021 年 2 月 26 日

5、风险分析

政策风险

行业受国家总体经济政策和宏观经济环境影响较大，可能存在政策未及时落地、扶持效果不及预期的风险。

市场竞争加剧的风险

充电桩市场准入门槛较低，竞争激烈，可能导致盈利能力下降。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	531	636	760	1,119	1,566
营业成本	287	331	390	586	822
折旧和摊销	6	9	17	30	42
税金及附加	5	5	6	9	12
销售费用	98	114	122	168	235
管理费用	36	45	54	78	108
研发费用	48	64	76	95	125
财务费用	1	2	4	12	19
投资收益	11	4	0	0	0
营业利润	55	71	105	150	222
利润总额	55	71	105	150	222
所得税	6	9	13	19	28
净利润	48	62	91	131	194
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	48	62	91	131	194
EPS(按最新股本计)	0.35	0.45	0.67	0.96	1.42

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	37	112	51	111	202
净利润	48	62	91	131	194
折旧摊销	6	9	17	30	42
净营运资金增加	156	-301	86	134	142
其他	-173	342	-143	-184	-176
投资活动产生现金流	-79	-50	-195	-200	-200
净资本支出	-38	-50	-200	-200	-200
长期投资变化	0	8	0	0	0
其他资产变化	-40	-8	5	0	0
融资活动现金流	-3	-38	113	161	87
股本变化	46	0	0	0	0
债务净变化	26	-7	131	192	133
无息负债变化	35	143	64	192	233
净现金流	-45	23	-31	72	89

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	46.0%	47.9%	48.8%	47.7%	47.5%
EBITDA 率	9.7%	16.8%	18.9%	19.6%	20.0%
EBIT 率	8.4%	14.9%	16.7%	16.9%	17.3%
税前净利润率	10.3%	11.2%	13.8%	13.4%	14.2%
归母净利润率	9.1%	9.8%	12.0%	11.7%	12.4%
ROA	5.5%	5.8%	6.8%	7.1%	8.2%
ROE (摊薄)	8.0%	9.4%	12.3%	15.4%	19.1%
经营性 ROIC	6.3%	21.3%	16.8%	17.2%	18.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	31%	38%	45%	54%	57%
流动比率	2.98	2.27	1.70	1.37	1.28
速动比率	2.56	2.00	1.48	1.16	1.06
归母权益/有息债务	10.64	13.22	4.09	2.28	2.01
有形资产/有息债务	14.78	19.39	5.84	3.70	3.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	888	1,076	1,348	1,843	2,374
货币资金	143	183	152	224	313
交易性金融资产	0	252	252	252	252
应收帐款	281	324	422	572	732
应收票据	13	41	49	73	102
其他应收款 (合计)	15	11	6	9	13
存货	116	112	135	209	299
其他流动资产	250	10	10	10	10
流动资产合计	824	936	1,029	1,354	1,727
其他权益工具	0	4	4	4	4
长期股权投资	0	8	8	8	8
固定资产	15	16	14	11	9
在建工程	0	3	2	2	1
无形资产	30	92	278	451	612
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	-	-	-	-
非流动资产合计	64	141	319	489	647
总负债	278	414	609	993	1,359
短期借款	57	50	181	373	506
应付账款	144	184	216	325	456
应付票据	0	49	58	87	122
预收账款	24	37	45	66	92
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	276	412	606	988	1,353
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	3	4	6
非流动负债合计	2	2	3	4	6
股东权益	610	662	740	850	1,015
股本	137	137	137	137	137
公积金	330	341	350	363	382
未分配利润	143	184	253	350	496
归属母公司权益	610	662	740	850	1,015
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	18.54%	17.91%	16.00%	15.00%	15.00%
管理费用率	6.84%	7.04%	7.04%	6.96%	6.88%
财务费用率	0.19%	0.37%	0.59%	1.07%	1.22%
研发费用率	9.09%	10.02%	10.00%	8.50%	8.00%
所得税率	12%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.15	0.21	0.31
每股经营现金流	0.27	0.82	0.37	0.81	1.48
每股净资产	4.46	4.84	5.41	6.21	7.42
每股销售收入	3.88	4.65	5.56	8.18	11.44

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	84	65	45	31	21
PB	6.7	6.1	5.5	4.8	4.0
EV/EBITDA	80.0	36.4	27.8	19.0	13.7
股息率	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	1.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------