

## 合康新能：Q4 营收高增，户储业务扬帆起航

2023 年 4 月 18 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年年报和 23 年一季报，2022 年公司实现营业收入 14.24 亿元，同比+18.23%，实现归母净利润 2564 万元，同比-48.98%。23Q1 公司实现营业收入 3.32 亿元，同比+4.02%，实现归母净利润 66 万元，同比-93.08%。

➤ **Q4 营收高增，新能源业务增长迅猛。**22Q4 公司实现营业收入 4.52 亿元，同比+61.22%，实现归母净利润 2397 万元，同比+228.06%。我们认为 Q4 公司营业收入实现同比高增的原因主要在于 EPC 光伏等工程业务多在四季度确认收入，且公司户储一代产品已完成研发并正式推广上市，为公司带来营收增量。全年来看，公司新能源业务收入为 2.82 亿元，我们预计其中约有 2 亿的光伏 EPC 业务收入和约 8000 万的户储业务收入。

### 其他主业方面：

1) **高压变频器：**22 年公司高压变频器收入 7.86 亿元，同比+8.81%，新增订单 6.81 亿元，较 21 年同期+3.34%；

2) **中低压变频器：**22 年低压变频器收入 1.66 亿元，同比-35.50%，新增订单 1.91 亿元，同比-31.01%，公司低压变频器主要应用于建筑机械、电梯等行业，与地产行业关联度较大，且公司为控制应收账款质量，主动放弃了部分存在风险的订单，因此导致 22 年中低压变频器业务出现下滑；

3) **SVG：**公司动态无功补偿装置首次推向市场，全年形成销售 26 套，未来公司将新建一条 SVG 单元生产线，快速推出多应用场景的动态无功补偿产品，满足不同客户的多样化使用需求。

4) **节能环保方面：**22 年公司实现营业收入 1.90 亿元，同比+11.20%，新增订单 2.79 亿元，同比+75.58%。

**分地区来看：**22H2 公司国内外分别实现收入 7.30/0.74 亿元，分别同比+31.45/+132.93%。

➤ **毛利率降幅逐步缩窄，信用减值冲回增厚公司利润。**2022 年公司实现毛利率 22.93%，同比-7.25pct，22Q4 公司毛利率为 21.00%，同比-5.66pct，23Q1 公司毛利率为 21.33%，同比-5.02%，毛利率降幅逐步缩窄。

**分产品来看毛利率，**22H2 公司高端制造/新能源产品/节能环保业务毛利率分别为 22.21/11.69/36.76%，分别同比-2.28/-70.60/+5.49pct。

**从费用率来看，**22Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.28/-4.97/+1.38/-0.93pct，23Q1 各项费用率分别同比+1.24/-0.39/+1.18/-0.37pct，公司明显加大了在消费和研发方面的费用投入。

**从净利润率来看，**2022 年公司归母净利润为 1.80%，同比-2.37pct，净

利润下滑明显小于毛利率下滑的原因在于 2022 年公司冲回信用减值损失为公司增加了 1908 万元的利润。

➤ **周转运营效率提升，经营性现金流大幅下滑。**

1) 22 年期末公司货币资金合计 5.24 亿元，较期初+78.02%，主要系 22 年按计划收回处置子公司的往来款及股权转让款所致，23Q1 期末货币资金较期初-2.75%；22 年期末公司应收账款和票据合计 7.42 亿元，较期初+13.32%，23Q1 期末应收票据及应收账款合计 8.07 亿元，较期初+8.77%；22 年期末公司存货合计 2.74 亿元，较期初-3.32%，23Q1 期末存货合计 2.10 亿元，较期初-23.42%。22 年期末公司合同负债合计 0.90 亿元，较期初-5.14%，23Q1 期末合同负债为 1.09 亿元，较期初+21.62%，我们认为体现出 23 年公司营业收入的增长潜力。

2) 从周转情况来看，22 年期末公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比-19.9/-30.5/-11.7 天，总体周转效率稳步提升。

3) 22Q4/23Q1 公司经营活动产生的现金流量净额分别为-2793/-354 万元，分别同比-129/-107.68%，经营活动产生的现金流金额的大幅下降主要原因为材料采购支出的现金增加。

➤ **户储业务扬帆启航，三大板块齐头并进。**公司将高端制造、新能源、节能环保三大业务作为未来发展的核心来实现 To B 和 To C 业务并重发展。在新能源业务方面，2023 年公司将正式打通商业模式，迅速完善市场布局，推动户储成为公司发展的第二增长点；在技术方面，公司将加强美的集团内部的资源协同和对外技术合作，建立户储生产线，实现自主生产制造；在渠道方面，公司将发挥美的的家电渠道优势，布局家电和新能源双渠道，发挥美的的家电优势，与楼宇暖通、热泵、空调等产品形成家庭综合能源管理方案。除了户储业务，公司还计划大力发展智能微网业务，从 EPC 模式向电力交易或光伏服务市场探索，最终公司希望成为能源服务商。在高端制造和节能环保业务发面，公司将强化自己原有优势，积极改善产品质量，推动生产效率提升，从而推动营收和业绩双重改善。

➤ **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入 19.21/24.50/30.74 亿元，增速为 34.9/27.6/25.5%；归母净利润为 0.69/1.15/1.54 亿元，同比增速为 167.8/66.8/34.8%；对应 PE88.60/53.11/39.40x，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**储能产品推广不及预期，海外市场开拓不及预期，疫情影响地产开工导致公司变频器订单不及预期

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,204	1,424	1,921	2,450	3,074
增长率 YoY %	-4.2%	18.2%	34.9%	27.6%	25.5%
归属母公司净利润 (百万元)	50	26	69	115	154
增长率 YoY%	109.8%	-49.0%	167.8%	66.8%	34.8%
毛利率%	30.2%	22.9%	26.8%	28.3%	29.7%
净资产收益率ROE%	2.8%	1.4%	3.5%	5.6%	7.0%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.02	0.06	0.10	0.14
市盈率 P/E(倍)	142.80	243.00	88.60	53.11	39.40
市净率 P/B(倍)	4.37	2.88	3.14	2.97	2.76

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 17 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	1,477	1,822	1,927	2,156	2,417	
货币资金	294	524	455	759	962	
应收票据	50	35	53	67	84	
应收账款	604	707	789	772	758	
预付账款	45	81	84	70	76	
存货	283	274	268	336	354	
其他	200	202	277	152	183	
<b>非流动资产</b>	1,008	956	1,019	1,048	1,074	
长期股权投资	0	0	1	4	7	
固定资产(合计)	648	681	692	714	733	
无形资产	144	124	125	126	127	
其他	215	151	201	204	206	
<b>资产总计</b>	2,485	2,778	2,947	3,204	3,491	
<b>流动负债</b>	593	830	929	1,053	1,159	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	48	131	135	159	178	
应付账款	301	450	462	529	563	
其他	244	249	333	365	418	
<b>非流动负债</b>	64	43	33	30	29	
长期借款	15	0	-10	-13	-14	
其他	49	43	43	43	43	
<b>负债合计</b>	657	873	963	1,083	1,188	
少数股东权益	26	37	47	70	97	
归属母公司股东权益	1,802	1,868	1,936	2,051	2,205	
<b>负债和股东权益</b>	2,485	2,778	2,947	3,204	3,491	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,204	1,424	1,921	2,450	3,074	
同比(%)	-4.2%	18.2%	34.9%	27.6%	25.5%	
归属母公司净利润	50	26	69	115	154	
同比(%)	109.8%	-49.0%	167.8%	66.8%	34.8%	
毛利率(%)	30.2%	22.9%	26.8%	28.3%	29.7%	
ROE%	2.8%	1.4%	3.5%	5.6%	7.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.02	0.06	0.10	0.14	
P/E	142.80	243.00	88.60	53.11	39.40	
P/B	4.37	2.88	3.14	2.97	2.76	
EV/EBITDA	55.56	43.96	73.57	40.86	27.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,204	1,424	1,921	2,450	3,074	
营业成本	841	1,097	1,405	1,756	2,162	
营业税金及附加	9	12	16	20	25	
销售费用	146	134	211	269	338	
管理费用	99	85	130	159	200	
研发费用	65	85	121	154	201	
财务费用	7	-2	-7	-6	-11	
减值损失合计	-2	-2	8	13	9	
<b>投资净收益</b>	13	1	13	24	12	
其他	1	37	36	49	61	
<b>营业利润</b>	48	48	102	183	241	
营业外收支	2	0	-1	0	0	
<b>利润总额</b>	50	48	102	183	241	
所得税	2	15	23	46	59	
<b>净利润</b>	48	33	79	137	182	
少数股东损益	-2	7	10	22	28	
<b>归属母公司净利润</b>	50	26	69	115	154	
EBITDA	138	112	77	131	189	
EPS(当年)(元)	0.05	0.02	0.06	0.10	0.14	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	223	168	23	339	249	
净利润	48	33	79	137	182	
折旧摊销	73	63	39	41	41	
财务费用	9	6	1	1	1	
投资损失	-13	-1	-13	-24	-12	
营运资金变动	63	75	-76	198	46	
其它	42	-9	-7	-13	-9	
<b>投资活动现金流</b>	25	-1	-80	-31	-45	
资本支出	-39	-30	-93	-52	-54	
长期投资	64	24	-1	-3	-3	
其他	1	4	13	24	12	
<b>筹资活动现金流</b>	-152	-15	-11	-4	-2	
吸收投资	0	25	0	0	0	
借款	22	0	-10	-3	-1	
支付利息或股息	-7	-2	-1	-1	-1	
<b>现金流净增加额</b>	96	151	-68	304	203	

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com

华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。