

新能源业务放量，股权激励锚定未来收入高增

2023年8月15日

- **事件：**23H1 实现营业收入 7.22 亿元，同比+16.72%，实现归母净利润-230 万元，同比-136.94%。
Q2 实现营业收入 3.91 亿元，同比+30.22%，实现归母净利润-296.50 万元，去年同期亏损 333 万元。
- **变频器主业受需求疲软拖累，新能源业务放量：**
变频器：受高低压变频器下游需求需求较弱影响，23H1 公司高端制造业务实现营收 3.63 亿元，同比-19.45%。
EPC+户储业务：H1 公司实现新能源业务收入 2.63 亿元，同比+346.81%。其中，EPC 业务目前已累计签约项目 218.85MW，已建/在建/待建项目分别为 87.3/109.9/21.6MW；H1 公司面向欧洲市场开发的全新户储单相机和三相机系列，已完成认证和上市准备工作。
节能环保业务：实现营业收入 0.97 亿元，同比-11.82%。
分地区来看：23H1 国内外业务分别实现收入 5.26/0.57 亿元，分别同比+12.91%/+63.04%。
- **市场竞争加剧，主业盈利能力承压：**受变频器和光伏 EPC 市场竞争加剧影响，H1 公司毛利率同比下滑 5.85pct 至 19.92%，Q2 毛利率同比下滑 6.43pct 至 18.72%。其中 23H1 变频器/新能源/节能环保业务毛利率分别同比-2.13/-2.27/-0.22pct。分地区来看，国内外业务毛利率分别同比-6.90/-4.87pct。
- **费用率管控加强：**Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.03/-2.88/-0.83/-0.17pct。
- **股权激励锚定公司营收高增目标。**公司发布股权激励计划草案，拟授予 89 名激励对象限制性股票 3350 万股（3.01%），授予价格为 5.16 元/股。
业绩考核目标：公司 24/25/26 年营收较 22 年分别增长不低于 110%/205%/345%，即营收不低于 29.90/43.43/63.36 亿元；净利润相较 22 年分别不低于 6%/55%/125%，即净利润（扣除股份支付等费用）分别不低于 0.35/0.51/0.74 亿元。公司业绩年度考核指标 X 为当年营收实际完成率*50+净利润实际完成率*50，若 X 大于等于 100，则可实现 100%归属。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年收入 19.21/30.63/43.50 亿元，分别同比增长 34.9%/59.4%/42.0%；归母净利润为 0.52/1.48/2.18 亿元，分别同比增长 104.2%/182.6%/47.1%；对应 PE115.77/40.97/27.85x，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，变频器订

单不及预期、变频器下游需求不足等。

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	3,063	4,350
增长率 YoY %	-4.2%	18.2%	34.9%	59.4%	42.0%
归属母公司净利润 (百万元)	50	26	52	148	218
增长率 YoY%	109.8%	-49.0%	104.2%	182.6%	47.1%
毛利率%	30.2%	22.9%	25.4%	28.7%	29.9%
净资产收益率ROE%	2.8%	1.4%	2.7%	7.1%	9.4%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.02	0.05	0.13	0.20
市盈率 P/E(倍)	142.80	243.00	115.77	40.97	27.85
市净率 P/B(倍)	4.37	2.88	3.12	2.90	2.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月14日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,477	1,822	1,885	2,287	2,720	
货币资金	294	524	581	636	838	
应收票据	50	35	53	84	119	
应收账款	604	707	790	965	1,073	
预付账款	45	81	72	87	107	
存货	283	274	195	238	250	
其他	200	202	194	276	334	
非流动资产	1,008	956	1,040	1,088	1,130	
长期股权投资	0	0	1	4	7	
固定资产(合计)	648	681	680	698	718	
无形资产	144	124	120	116	112	
其他	215	151	239	270	293	
资产总计	2,485	2,778	2,925	3,374	3,850	
流动负债	593	830	895	1,168	1,388	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	48	131	196	209	251	
应付账款	301	450	432	598	669	
其他	244	249	267	360	469	
非流动负债	64	43	43	43	43	
长期借款	15	0	0	0	0	
其他	49	43	43	43	43	
负债合计	657	873	939	1,212	1,431	
少数股东权益	26	37	45	74	112	
归属母公司股东权益	1,802	1,868	1,941	2,089	2,307	
负债和股东权益	2,485	2,778	2,925	3,374	3,850	

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	3,063	4,350	
同比(%)	-4.2%	18.2%	34.9%	59.4%	42.0%	
归属母公司净利润	50	26	52	148	218	
同比(%)	109.8%	-49.0%	104.2%	182.6%	47.1%	
毛利率(%)	30.2%	22.9%	25.4%	28.7%	29.9%	
ROE%	2.8%	1.4%	2.7%	7.1%	9.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.02	0.05	0.13	0.20	
P/E	142.80	243.00	115.77	40.97	27.85	
P/B	4.37	2.88	3.12	2.90	2.63	
EV/EBITDA	55.56	43.96	67.29	27.98	18.08	

利润表		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	3,063	4,350	
营业成本	841	1,097	1,432	2,184	3,050	
营业税金及附加	9	12	16	25	36	
销售费用	146	134	211	337	478	
管理费用	99	85	119	199	283	
研发费用	65	85	129	193	285	
财务费用	7	-2	-7	-7	-8	
减值损失合计	-2	-2	8	13	9	
投资净收益	13	1	13	31	17	
其他	1	37	37	61	87	
营业利润	48	48	78	237	339	
营业外收支	2	0	-1	0	0	
利润总额	50	48	78	237	339	
所得税	2	15	17	60	83	
净利润	48	33	60	177	257	
少数股东损益	-2	7	8	28	39	
归属母公司净利润	50	26	52	148	218	
EBITDA	138	112	82	196	292	
EPS(当年)(元)	0.05	0.02	0.05	0.13	0.20	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	223	168	169	131	293	
净利润	48	33	60	177	257	
折旧摊销	73	63	68	72	74	
财务费用	9	6	1	1	1	
投资损失	-13	-1	-13	-31	-17	
营运资金变动	63	75	59	-75	-13	
其它	42	-9	-7	-13	-9	
投资活动现金流	25	-1	-130	-75	-90	
资本支出	-39	-30	-143	-102	-104	
长期投资	64	24	-1	-3	-3	
其他	1	4	13	31	17	
筹资活动现金流	-152	-15	19	-1	-1	
吸收投资	0	25	21	0	0	
借款	22	0	0	0	0	
支付利息或股息	-7	-2	-1	-1	-1	
现金流净增加额	96	151	58	55	202	

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。

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。