



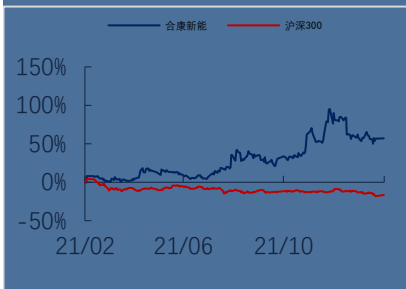
Research and
Development Center

美的深度赋能，合康振翅翱翔

——制造力外溢系列四之合康新能（300048）深度报告

2022年02月28日

罗岸阳 家电行业首席研究员
S1500520070002
13656717902
luoanyang@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
合康新能 (300048)
投资评级 买入

公司主要数据

收盘价 (元)	7.70
52 周内股价波动区间 (元)	8.65-4.41
最近一月涨跌幅 (%)	+10.63%
总股本 (亿股)	11.02
总市值 (亿元)	85

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

美的深度赋能，合康振翅翱翔

2022 年 2 月 28 日

本期内容提要：

◆**业务剥离瘦身逐步完成，聚焦主业战略清晰。**合康新能是国内业从事工业自动化控制、无功补偿装备、新能源储能及节能环保的高新技术企业。2020 年起，公司不断进行业务瘦身和非核心资产剥离，目前已基本完成。公司业务板块主要划分为变频器在内的高端制造业务、节能环保业务和即将开展的光伏储能业务。2021 全年公司成功实现扭亏，未来将围绕变频器主业和新业务发展。

◆**高压变频行业龙头，低压国产替代打开成长空间。**公司是国内高压变频器龙头，行业市占率超过 10%，龙头地位不断巩固，目前高压变频器产能在 1600 套左右，新建生产线即将投产预计扩产 50%以上达到 2500 套/年。低压变频器方面，公司目前低压市占率较低，采取分行业逐个击破的战略，不断扩大产品行业覆盖，业务占公司营收比例稳步提升。我们认为未来节能环保政策利好低压变频器行业高速增长，且国产替代化持续进行，将为公司低压业务带来巨大增长空间。

◆**公司经营重回正轨，主业盈利存在广阔改善空间。**从变频器业务的盈利能力来看，公司目前变频器业务毛利率约为 30~35%，明显低于同业公司。随着公司业务规模扩大带来规模效应，技术精进提升成本管控能力，调整业务结构，提高盈利能力更强的高性能高压变频器产品比例，集团协同采购降低原材料成本，公司变频器业务盈利能力有很大提升空间。

◆**美的深度赋能，未来集团绿电战略统筹者。**2020 年 4 月美的集团成为公司控股股东，公司承担了美的集团绿色战略绿电项目的统筹和落地，将在光伏、储能业务方面进行全新布局。我们认为美的深度赋能体现在：

1) **研发生产资源协同：**新能源产品主要包括逆变器、户用储能、分布式光伏等，美的在资金投入、研发立项人员投入以及生产采购资源上对合康深度赋能，加速产品创新速度和市场品牌打造。

2) **渠道资源赋能：**目前公司储能产品主要规划市场为海外，美的集团在海外拥有强大的销售渠道网络，对标派能科技利用中兴渠道实现海外业务拓展，美的集团同样有能力在海外协同推广公司产品；国内市场方面，一方面美的的内部协同光伏屋顶等项目可为公司带来增量业务，其次，参照创维集团分步式光伏的推广模式，美的在国内的下沉渠道和旗下安得智联的售后安装覆盖或为公司拓展国内其他光伏业务打下基础。

◆**盈利预测和投资评级：**近 1-2 年为研发投放、市场扩张关键时期，公司有望抓住美的研发、资金赋能和新能源市场机遇，快速扩大收入、开拓海内外市场份额，形成核心器件（如逆变器）、整机、渠道、品牌产业链一体化优势。我们预计公司 21-23 年收入为 12.07/20.25/29.34 亿元，同比 -4.0/+67.9/+44.8%；归母净利润 0.6/1.2/1.9 亿元，同比 +111.5/101.8/57.0%，对应 PE 为 144/71/45 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**低压变频器业务拓展不及预期、原材料成本上涨，海外储能业务拓展不及预期、国内光伏业务拓展不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,304	1,257	1,207	2,025	2,934
增长率 YoY %	8.1%	-3.6%	-4.0%	67.9%	44.8%
归属母公司净利润 (百万元)	23	-515	59	120	188
增长率 YoY%	109.8%	-2325.5%	111.5%	101.8%	57.0%
毛利率%	29.3%	19.9%	31.7%	30.0%	29.7%
净资产收益率ROE%	1.0%	-29.6%	3.3%	6.3%	8.9%
EPS(摊薄)(元)	0.02	-0.46	0.05	0.11	0.17
市盈率 P/E(倍)	120.50	—	143.52	71.13	45.31
市净率 P/B(倍)	1.19	3.07	4.74	4.45	4.05

数据来源: 万得, 信达证券研发中心预测, 股价为 2022 年 2 月 28 日收盘价

目录

一、业务剥离瘦身成功，营收重回正轨	7
1.1 变频行业龙头公司，产品矩阵完善	7
1.2 剥离新能源车相关业务，聚焦主业	8
二、高压变频器龙头，低压国产替代化带来增长空间	11
2.1 高压变频龙头，低压国产化替代释放空间	11
2.2 国家政策利好节能环保业务板块	16
三、美的赋能协同发展，打开效率和业务发展空间	18
3.1 集团协同打造光伏储能业务新增长点	18
3.1.1 逆变器——对标德业：从变频器到逆变器降维打击	18
3.1.2 户用储能——对标派能科技，依托集团优势推动海外市场	20
3.1.3 工商业分布式光伏--对标创维：国内家电龙头的下沉渠道优势	23
3.2 集团协同降本增效，深挖利润空间	25
盈利预测、估值与投资评级	28
风险因素	29

表目录

表 1: 公司设立子公司拓展新能源车相关业务	9
表 2: 2020 年公司减值具体情况	10
表 3: 子公司合康动力债务重组计划	10
表 4: 变频器供应商产品覆盖范围	11
表 5: 合康新能高压变频器业务规模测算 (亿元, %)	13
表 6: 合康新能高压变频器业务规模测算 (亿元, %)	15
表 7: 滦平慧通 60MW 项目时间点	17
表 8: 变频器和逆变器的差别	19
表 9: 公司与美的集团关联交易计划 (万元)	23
表 10: 股权激励计划考核指标 (%，百万元)	27
表 11: 公司营业收入拆分 (百万元, %)	28
表 12: 可比公司估值 (元, 百万元)	28

图目录

图 1: 合康新能发展历程	7
图 2: 合康新能业务板块划分	7
图 3: 公司营业收入按照业务板块分 (百万元)	8
图 4: 公司营业收入按照行业分 (2020, %)	8
图 5: 公司营业收入及同比变化 (百万元, %)	8
图 6: 公司归母净利润及同比变化 (百万元, %)	8
图 7: 新能源总成及配套产品订单变化 (百万元, %)	9
图 8: 合康动力/合康智能净利润变化 (万元)	9
图 9: 合康新能业务板块划分	9
图 10: 变频器主要分类	11
图 11: 公司在高中低压变频器产品都有布局	11
图 12: 2020Q1~Q3 中国中高压变频器供应商市场份额 (%)	12
图 13 公司高压变频器销售量按行业分 (套)	12
图 14: 公司高压变频器库存量按行业分 (套)	12
图 15: 2019 年我国高压变频器市场需求结构 (%)	13
图 16: 低压变频器市场规模及变化 (亿元)	13
图 17: 低压变频器应用领域分布	13
图 18: 中国变频器市场各类厂商市占率	14
图 19: 中国低压变频器市场份额 (外环 2019, 内环 2018)	14
图 20: 公司高中低压业务规模及同比变化 (万元)	14
图 21: 公司高低压变频器比例对比 (%)	14
图 22: 合康“一拖 N”同步投切系统应用于海外项目	15
图 23: 不同公司变频器业务毛利率对比 (%)	16
图 24: 各公司变频器业务规模 (百万元)	16
图 25: 公司环保节能业务收入及同比变化 (百万元, %)	16
图 26: 公司节能环保业务由两个子公司开展	16
图 27: 华泰润达订单规模及同比变化 (万元, %)	17

图 28: 深平慧通营业收入及同比变化 (万元, %)	17
图 29: 公司被纳入美的工业技术事业群	18
图 30: 变频器工作原理	19
图 31: 德业股份逆变器、储能产品	19
图 32: 公司与同行业公司研发费用和费用率对比 (百万元, %)	20
图 33: 全球主要国家和地区家庭用电价格 (美元/kWh)	21
图 34: 家用锂电储能系统的基准资本成本 (美元/kWh)	21
图 35: 派能科技储能相关产品	21
图 36: 派能科技部分业务分布与中兴通讯业务分步高度重合	22
图 37: 美的拥有 17 个海外生产基地	22
图 38: 美的 iSERVICE 系统可以提供服务、备件库存等售后所需信息	23
图 39: 创维光伏模式	24
图 40: 创维具体运作模式	24
图 41: 创维集团	24
图 42: 美的旗下安得智联网络触达乡镇	25
图 43: 公司运营周期 (天)	26
图 44: 公司毛利率和净利率变化 (%)	26
图 45: 公司财务费用明显下降 (%)	26
图 46: 公司研发费用和研发费用率变化 (百万元, %)	27
图 47: 公司销售费用和费用率变化 (百万元, %)	27

投资聚焦

- 1、高压变频行业龙头，外围业务剥离聚焦主业：**公司是国内高压变频器龙头，市占第一超过 10%，重点发展低压变频器业务，扩大产品应用行业，预计变频主业至 25 年可实现翻倍。公司目前已基本完成非核心业务和资产剥离，2021 年成功实现扭亏。
 - 2、对标德业+派能+创维，光伏储能业务大有可为：**公司承担美的集团绿色战略绿电项目的统筹和落地，将在光伏、储能业务方面进行全新布局。逆变器产品对于变频器龙头而言不存在技术壁垒；公司储能产品主打海外市场，对标派能科技利用中兴渠道，公司可利用美的海外拥有的强大销售和售后网络实现产品推广；美的内部帮扶发展光伏屋顶业务带来业务增量，参照创维推广模式，不排除进一步扩大分布式光伏业务可能。
 - 3、集团深度赋能，盈利改善空间巨大：**公司变频器毛利约为 30~35%，低于同行业公司（5~10pct）业务拓展或带来规模效应实现毛利提升；美的统一采购平台、数字化管理系统为公司进一步提供降本增效空间。
- 综上，我们认为公司有望形成核心器件（如逆变器）、整机、渠道、品牌产业链一体化优势：近 1-2 年为研发投放、市场扩张关键时期，抓住美的研发、资金赋能和新能源市场机遇，公司或能快速扩大收入、提升海内外市场份额，实现公司业绩的快速增长。

一、业务剥离瘦身成功，营收重回正轨

1.1 变频行业龙头公司，产品矩阵完善

北京合康新能科技股份有限公司是一家成立于 2003 年专业从事工业自动化控制、无功补偿装备、新能源储能及节能环保的高新技术企业，2010 年于创业板上市。公司业务领域涵盖工业自动化、电能质量管理、节能环保、清洁能源等领域，产品广泛应用于电力、冶金、矿山、水泥、石油、市政、电梯、机床、塑胶、环保、光伏、储能等核心行业。2020 年 4 月，美的集团控股合康新能，公司并入美的集团工业技术事业群。依托于美的集团资源，2021 年公司在供应链、制造升级、品质管控、财务管理、文化建设、制度流程等方面全面革新，逐步从传统制造型企业向智慧服务提供商转型。

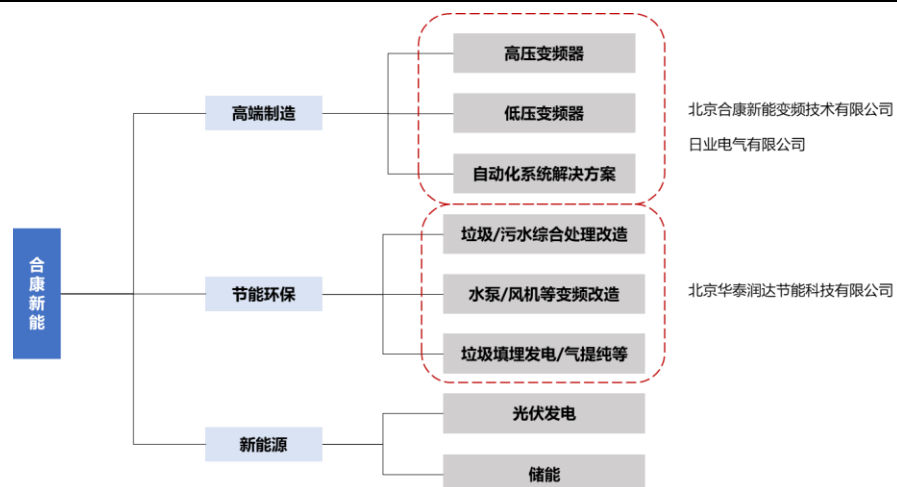
图 1：合康新能发展历程

2003	公司成立
2006	成功推出高性能高压变频器
2009.6	公司变更为“北京合康亿盛变频科技股份有限公司”
2010.1	登陆创业板，简称“合康变频”
2014.12	合康高压变频器居行业首位，市占率16%
2015	并购深圳市日业电气有限公司，丰富低压变频器、伺服驱动等产品
2015	并购北京华泰润达节能科技有限公司，控股滦平慧通光伏发电有限公司
2016.12	战略转型，公司名称变更为“北京合康新能科技股份有限公司”
2017.3	与丹麦丹弗斯俄罗斯公司达成战略合作
2020.4	美的控股合康新能
2021.4	合康全价值链运营升级

数据来源：招股说明书，公司官网，信达证券研发中心整理

目前，合康新能的业务板块可以主要分为三部分：**高端制造+节能环保+新能源业务**。高端制造业务方面主要由合康变频和日业电气两大子公司进行，产品主要包括高压变频器、中低压变频器、高压动态无功补偿装置，公司全资子公司北京华泰润达节能科技有限公司则主要负责公司垃圾、污水处理、水泵等变频改造在内的节能环保业务，新能源业务板块则涵盖了光伏发电和储能相关业务。

图 2：合康新能业务板块划分

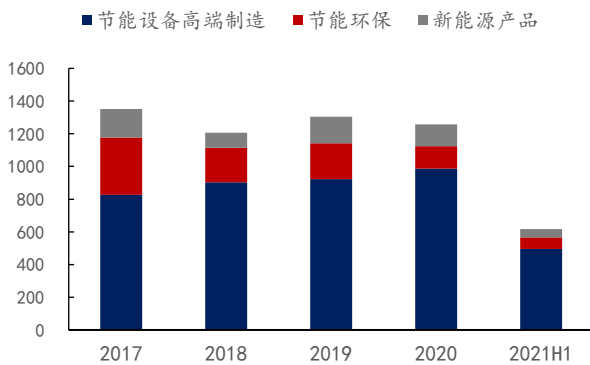


数据来源：招股说明书，公司官网信达证券研发中心整理

从公司业务结构来看，高端制造板块公司最主要的营收来源，2021 上半年公司营收收入中

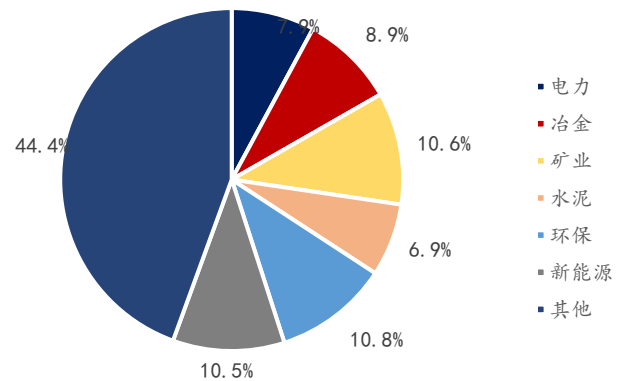
高端制造、节能环保和新能源产品业务占比分别达到 80.36%、11.41%、8.23%。由于公司生产的高中低压变频器产品主要应用于电力、煤炭、化工等行业，因此从行业分布来看，2020 年公司营收中电力、冶金、矿业、水泥行业占比分别达到 7.9%、8.9%、10.65%、6.9%。

图 3：公司营业收入按照业务板块分（百万元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：公司营业收入按照行业分（2020，%）

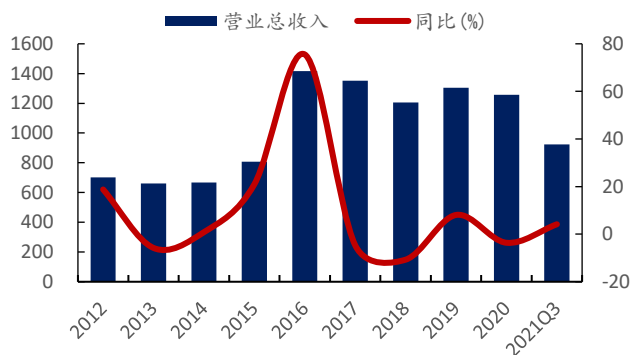


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 剥离新能源车相关业务，聚焦主业

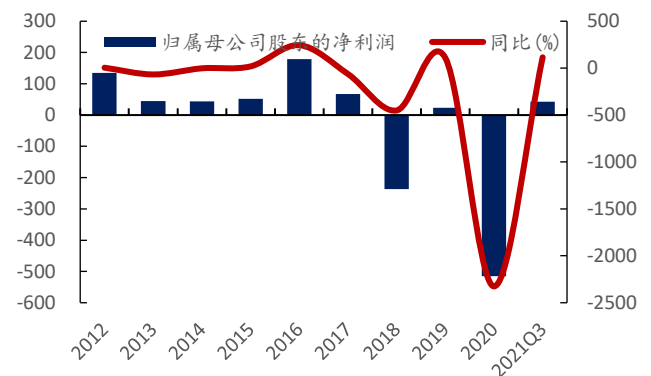
尽管近几年公司一直保持着国内变频器行业的龙头地位，但从营收规模和盈利能力来看，公司发展并不顺利。2016 年后公司营收出现明显下滑，2020 年公司营业收入达到 12.57 亿元，同比下滑 3.62%，归母净利润为 -5.15 亿元，较 2019 年大幅下滑。其中主要原因在于公司的新能源汽车相关的总成配套和运营业务不及预期，因此公司新能源车及相关配套业务进行了剥离、减值。

图 5：公司营业收入及同比变化（百万元，%）



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

图 6：公司归母净利润及同比变化（百万元，%）



资料来源：wind，公司年报，信达证券研发中心

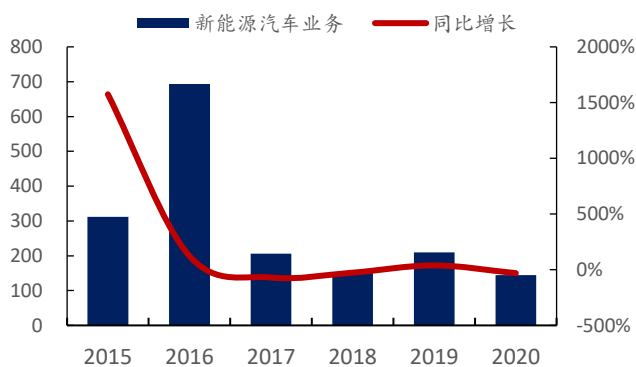
2014 年，公司投资设立武汉合康动力技术有限公司，宣布正式进军新能源汽车及相关产品领域。次年，公司设立合康智能提供新能源车充电桩业务，设立北京/武汉畅的布局新能源汽车租赁市场，此后又在多地设立畅的公司，形成城市化综合运营充电网络和租赁业务。随着业务版图扩张，2016 年公司营业收入快速增长，同比增长 75.52%。

表 1: 公司设立子公司拓展新能源车相关业务

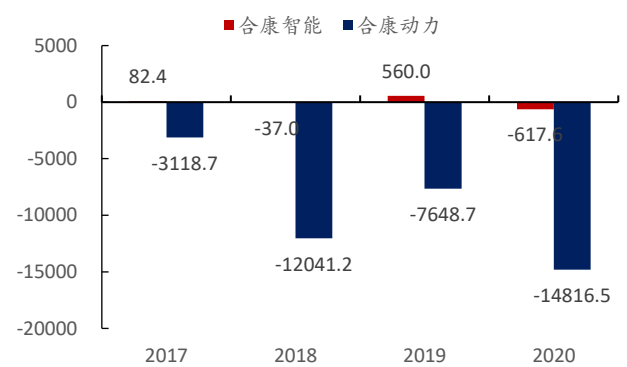
时间	设立公司
2014	合资新设武汉合康动力技术有限公司
2015	设立合康智能有限公司
2015	武汉畅的, 持股 80%; 北京畅的, 持股 85%
2016	平顶山畅的, 持股比例 51%; 广州畅的, 持股比例 75%, 哈尔滨畅的, 80%
2017	洛阳畅的, 持股 65%, 贵州贵旅畅的, 持股 100%

数据来源: 公司年报, 信达证券研发中心

然而, 受国家新能源车政策和市场竞争加剧的影响, 2017 年起公司新能源汽车产品销售规模 and 市场份额逐渐出现萎缩, 当年新能源总成及配套产品及运营产业订单金额仅为 2.06 亿元, 同比下滑 70.25%。尽管 2019 年受国家对电动汽车充电桩行业政策激励和市场需求驱动相关业务规模有所回暖, 但公司新能源车相关业务盈利能力并未见明显改善。

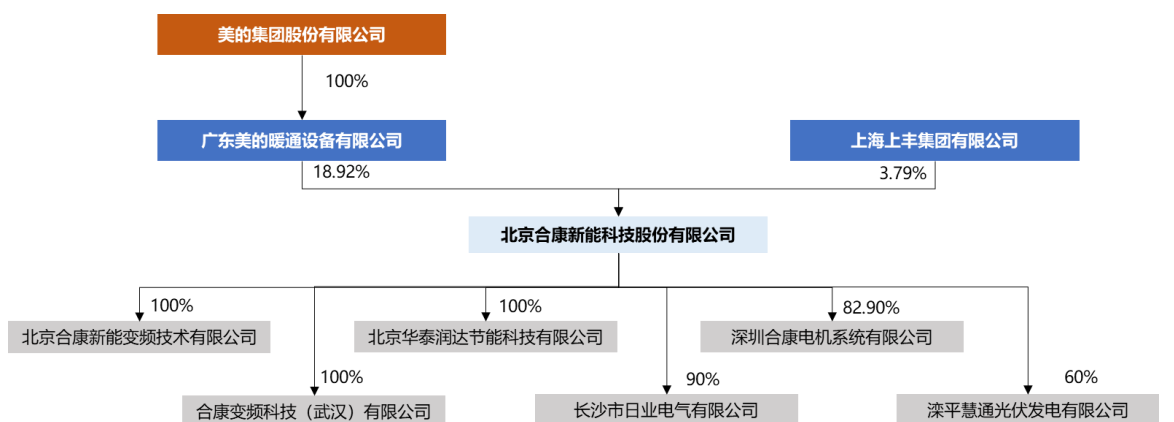
图 7: 新能源总成及配套产品订单变化 (百万元, %)


资料来源: wind, 公司年报, 信达证券研发中心

图 8: 合康动力/合康智能净利润变化 (万元)


资料来源: wind, 公司年报, 信达证券研发中心

2020 年公司控股股东变更为美的集团, 而美的集团内部已有专注于新能源汽车相关业务的主体。因此 2020 年后公司对上市公司体内的合康智能、合康动力、北京畅的、武汉畅的等一系列子公司开始进行剥离。2022 年 2 月 18 日, 公司发布公告将武汉合康电驱动技术有限公司 71.25% 股权进行了转让。目前公司子公司中只剩下深圳合康电机系统有限公司或将进一步剥离, 其余皆为公司未来核心业务的主体。

图 9: 合康新能业务板块划分


数据来源: 企查查, 公司官网, 信达证券研发中心整理

在对子公司进行剥离的同时, 公司对相关资产、商誉、存货、应收账款等均进行了减值计提, 这也是公司在 2020 年出现巨额亏损的原因之一。2020 年公司针对剥离的各家子公司进行

了应收账款的信用减值和相关资产减值，截至 2022 年，这些资产已完成剥离，不会对公司未来盈利能力产生更多影响。公司另一大减值项目是华泰润达节能的商誉减值，2020 年公司对华泰润达计提了 1.9 亿，此前年度已计提 2.04 亿元，已全部完成商誉减值计提，不会对未来业绩产生影响。未来公司可能产生减值计提的项目可能主要是由于变频器行业技术更新迅速导致的存货减值。

表 2：2020 年公司减值具体情况

时间点	对当期利润影响	主要计提事项	当期归母净利润
2020H1	减少 2020 年上半年利润 1.90 亿元	剥离的 19 家子公司应收账款信用减值损失超过 1.2 亿，武汉合康动力（已剥离）的存货资产减值 2436 万元	-1.53 亿元
2020Q3	减少 Q3 净利润 1.59 亿元	华泰润达节能应收减值 1013.06 万元，武汉合康动力应收（已剥离）3451 万元、其他 22 家子公司 1465 万元， 华泰润达商誉减值 1.90 亿元，以前年度已计提 2.04 亿元，商誉减值全部完成，	-2.34 亿元
2020 全年	减少 2020 年利润 5.49 亿元	2020 年信用减值 1.81 亿元，资产减值 3.68 亿元，主要来自剥离的子公司资产减值	-5.15 亿元

数据来源：万得，公司公告，信达证券研发中心整理

针对控股子公司合康动力对上市公司的债务，公司与股权受让方达成债务重组协议，2020~2022 年，合康新能将分期收到债务偿还款 5000/4000/11000 万元。

表 3：子公司合康动力债务重组计划

	偿还计划
2020	偿还 5000 万
2021	合康动力 5~12 月每月偿还 500 万，合计 4000 万
2022	合康动力 1~2 月偿还 1000 万，3~12 月每月偿还 1000 万，合计 1 亿

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

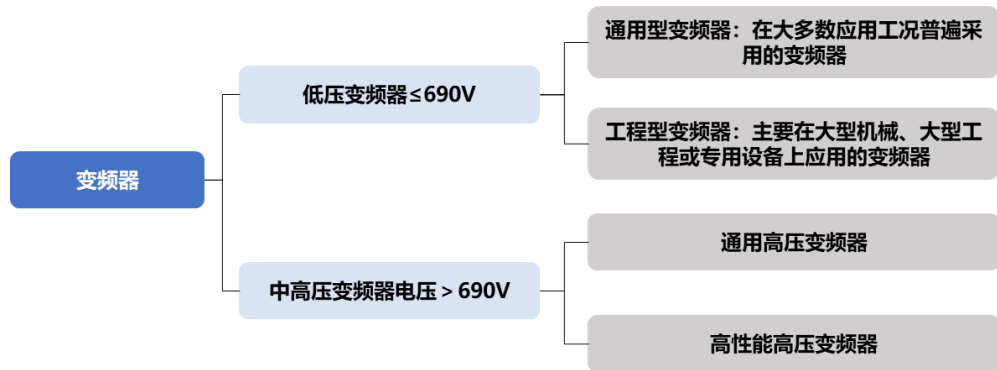
截至 2022 年 2 月，公司基本已经完成对于上市公司体内所有外围业务的剥离，剥离业务后公司前三季度营收仍同比增长+4.16%，全年公司预计实现归母净利润 4500~6000 万元，成功实现扭亏。未来公司将围绕公司原有变频器主业和节能环保业务发展，加强与美的集团业务协同发展，积极开拓新能源业务其他可能。

二、高压变频器龙头，低压国产化替代化带来增长空间

2.1 高压变频龙头，低压国产化替代释放空间

变频器是通过改变电机工作电源频率方式来控制交流电动机的电力控制设备，除了调整电源电压从而达到节能调速的目的以外，还拥有着过流、过压、过载保护的功能。按照输入电压来分，变频器可以主要分为小于等于 690V 的低压变频器和大于 690V 的中高压变频器。低压变频器根据应用场景不同可以分为通用型变频器和工程型变频器，而合康新能的生产的高压变频器可细分为高压变频器和高性能高压变频器两大系列。

图 10: 变频器主要分类



数据来源：合康新能 2020 年报，MIR，信达证券研发中心

变频器龙头产品布局完善。公司作为国内变频器龙头企业产品覆盖了高中低压变频器，产品包括了高中低压变频器、高压动态无功补偿发生器、施工升降机驱动器及控制系统等核心部件及电气解决方案。在产品丰富度方面，公司依然不输世界一流变频器供应商 ABB、西门子、丹佛、施耐德。

图 11: 公司在高中低压变频器产品都有布局



数据来源：合康新能公司官网，信达证券研发中心

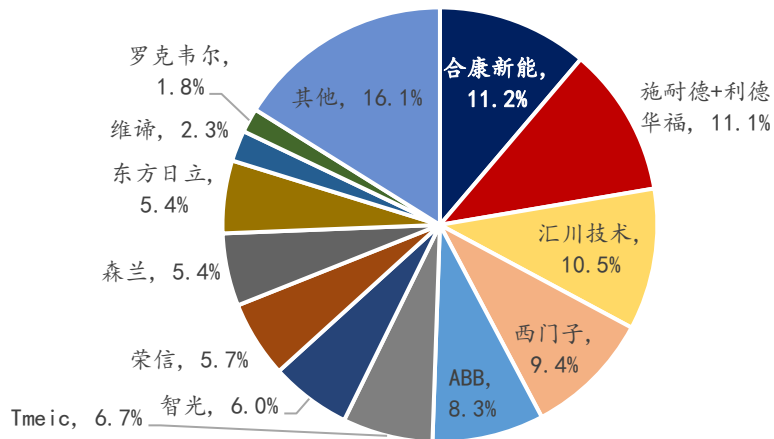
表 4: 变频器供应商产品覆盖范围

	低压变频器	中高压变频器
ABB 中国	✓	✓
西门子	✓	✓
汇川	✓	✓
丹佛斯（含海利普、Vacon）	✓	✓
施耐德	✓	✓
合康新能（含长沙日业、北京合康）	✓	✓

数据来源：MIR，信达证券研发中心

高压变频优势地位不断巩固。2011 年公司自主研发生产的同步电机矢量控制带能量回馈变频器填补了国内同步矢量控制高压变频器技术领域的空白，打破了长久以来国外同类产品垄断的状况。在此之后，公司不断巩固自身研发、产品优势，成为高压变频器国家标准的主要参与制订单位之一。从市场占有率来看，MIR 根据 2020 年前三季度预测的数据显示，合康新能在我国中高压变频器行业中市占率达到 11.2%，位居行业第一。2021 年上半年，公司高压变频器订单达到 38787.15 万元，同比增长 56.88%。

图 12: 2020Q1~Q3 中国中高压变频器供应商市场份额 (%)

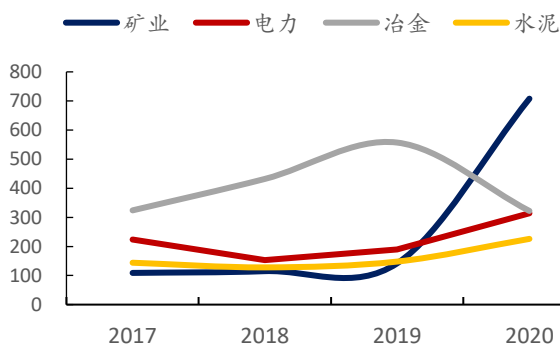


数据来源: 中华工控网, MIR, 信达证券研发中心

公司目前高压变频器产品主要覆盖了矿业、电力、冶金和水泥四大行业。2020 年分行业看销量分别达到了 708/314/322/226 套，公司在矿业领域的高压变频器产品覆盖明显提升。针对行业变化，公司对矿业、水泥和冶金的高压变频器库存也进行了小幅增加调整。

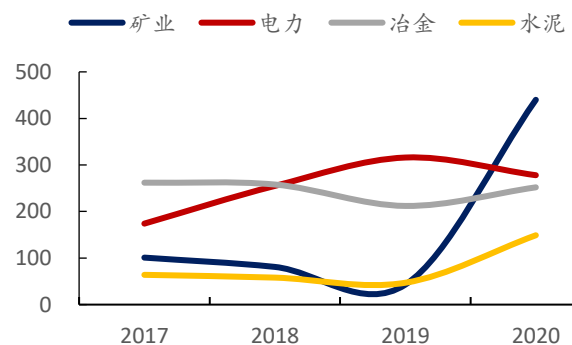
产能方面，公司目前一年高压变频器产出在 1600 套左右，合康变频目前正在建设新的生产线，目标规划产能将达到 2500 套/年，扩产 50%以上。

图 13 公司高压变频器销售量按行业分 (套)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 14: 公司高压变频器库存量按行业分 (套)

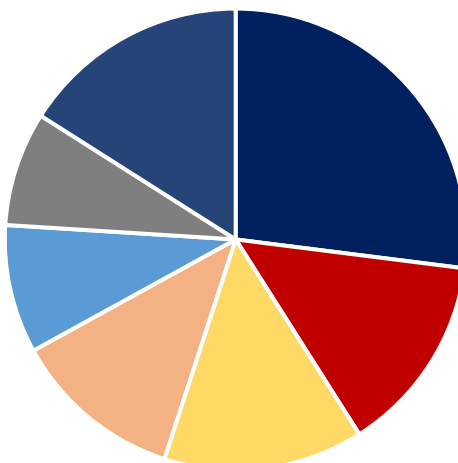


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

高压变频器具有很强的行业性，而且目前国内只有部分企业的工业电机使用了变频器来控制和优化。我国进入“十四五”发展阶段，国家不断强化对于环保、节能的政策要求，冶金、电力、石化等高能耗行业必然需要响应国家节能减排号召，且在从传统向智能制造转型的过程中，企业生产对于工业设备的性能提出了更高的要求，因此我们认为在未来的 3~5 年将是高压变频器的集中投入期，公司市占率稳居第一，未来有望进一步提升。

图 15: 2019 年我国高压变频器市场需求结构 (%)

■ 冶金 ■ 电力 ■ 石化 ■ 采矿 ■ 市政及公共设施 ■ 建材 ■ 其他



数据来源: 前瞻产业研究院, 睿工业, 信达证券研发中心

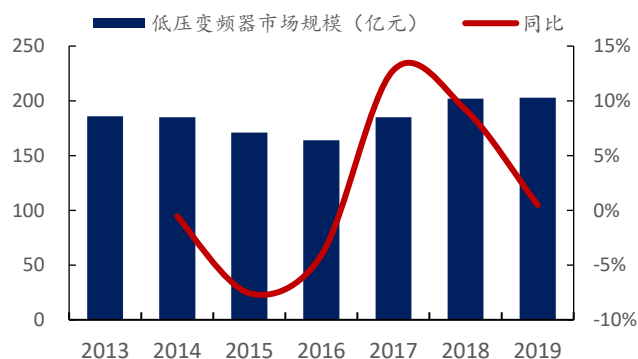
我们对 2025 年公司高压变频器业务规模进行了简单测算。目前, 国内高压变频器市场规模在 40 亿左右, 假设 5 年后合康新能在高压变频器市场占有率提升至 20%, 在行业悲观 0 增长预期下, 公司高压变频器收入规模将提升至 8 亿元, 若行业按照 5% 的乐观复合增长, 我们预计 2025 年公司高压变频器业务将超过 10 亿元, 5 年复合增长率达到 12.3%。

表 5: 合康新能高压变频器业务规模测算 (亿元, %)

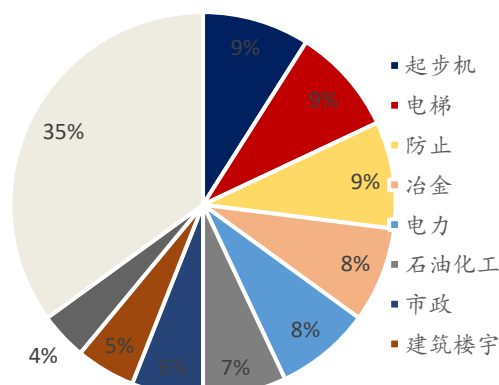
2020 市场规模 (亿元)	假设复合增长率	2025 年市场规模 E (亿元)	2025 市占率	公司高压变频器规模(亿元)	5 年复合增长率 (%)
40 亿	0%	40.0	20%	8.0	7.0%
	3%	46.4		9.3	10.2%
	5%	51.1		10.2	12.3%

数据来源: 中国工控网, 汇川技术定增募集说明书, 信达证券研发中心整理预测

低压市场广阔, 国产替代带来更多增长潜力。和高压变频器相比, 低压变频器调速范围广、操作简单, 市场规模更大, 使用场景也更为广泛, 如暖通供水、风机、节能改造、空压机、机床、陶瓷设备、玻璃机械、纺织机械、石油机械等。2019 年, 国内低压变频器市场规模约为 211 亿元。

图 16: 低压变频器市场规模及变化 (亿元)


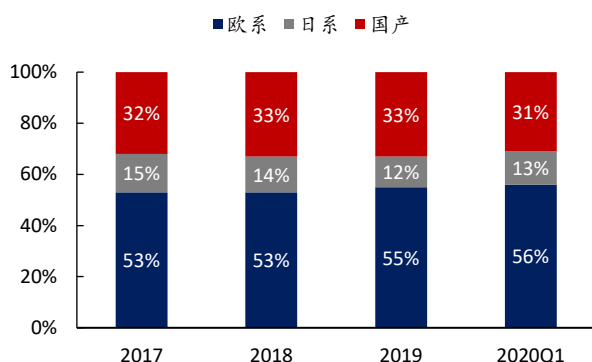
资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

图 17: 低压变频器应用领域分布


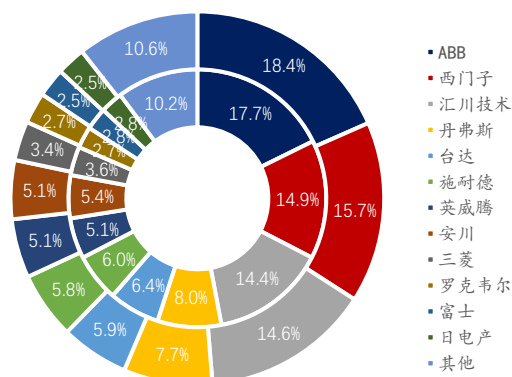
资料来源: 华经产业研究院, 信达证券研发中心

从竞争格局来看, 变频器大行业中国际品牌竞争充分, 高压变频器中高端市场主要以外资品

牌为主，低压变频器行业中 ABB、西门子、台达、施耐德、安川等外资品牌商占据了我国 65% 的市场份额，内资品牌中汇川技术、英威腾市场份额较为靠前，2019 年分别占到 14.6%、5.1% 的份额。2020 年起，受疫情和国际关系等多方面原因影响，大多外资厂商出现大规模缺货现象，国产厂商供应链较为稳定，市场份额有所上升。从技术上来看，我国少数领先的低压变频器品牌已在产品技术和性能上接近甚至达到了国外知名品牌水平。未来，随着低压变频器在各个行业的推广应用，我国低压变频器市场有望保持较快增长，同时国产替代化进程也为国内内资厂商带来巨大增长空间。

图 18: 中国变频器市场各类厂商市占率


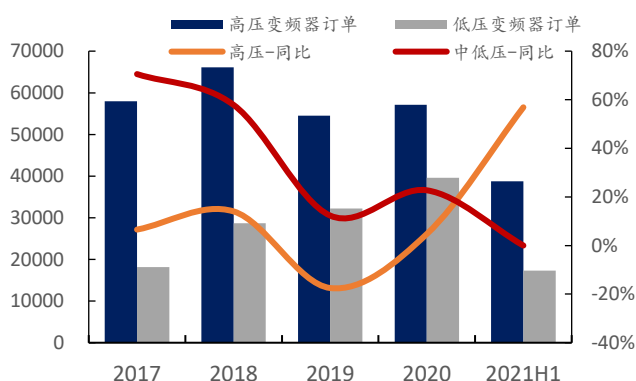
资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 19: 中国低压变频器市场份额（外环 2019，内环 2018）


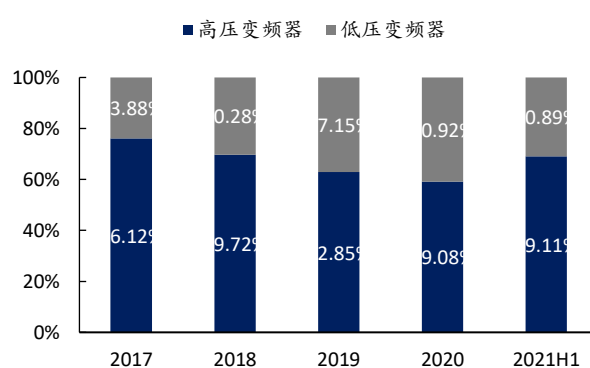
资料来源：汇川技术募集说明书，信达证券研发中心

扩大应用行业，逐一击破。公司在中低压变频器方面，拥有施工升降机驱动器、高性能矢量变频器、伺服器和永磁同步电机控制等核心平台技术，公司主要负责中低压变频器的全资子公司长沙日业电气有限公司是工信部认定的“专精特新小巨人”企业。针对低压变频器行业性强的特征，公司逐个击破，目前公司施工升降机相关低压变频器市场份额已达到 30~40%，未来公司也将进一步优化生产工艺和流程，加大营销及品牌推广力度，继续提升在起重、注塑、石材、冶金、石油等多个行业市占率，加入低压变频器市场国产替代品牌前列。

尽管目前公司的变频器业务中高压变频器体量明显大于低压变频器，但低压变频器的订单占比明显有所提升，由 2017 年的 24% 提升到了 2020 年的 41%。

图 20: 公司高中低压业务规模及同比变化（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21: 公司高低压变频器比例对比 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司在低压行业中的市占率不足 3%，但低压变频器业务是公司业务拓展的重点，仍有较大可提升空间。假设到 2025 年公司在低压变频器行业中市占率可以达到 5%，假设低压变频器行业整体以中性预期每年 5% 的增长速度增长，则公司 2025 年低压收入将达到 13.4 亿元，5 年复合增长率将达到 27.6%。若低压行业以每年 10% 的乐观预期增速增长，则公司 CAGR5 将超过 30%。

表 6: 合康新能高压变频器业务规模测算 (亿元, %)

2020 市场规模 (亿元)	假设复合增长率	2025 年市场规模 E (亿元)	合康汇能 2025 市占率	公司低压变频器业务规模 (亿元)	5 年复合增速
210 亿	0%	210.0	5%	10.5	21.6%
	5%	268.0		13.4	27.6%
	10%	338.2		16.9	33.7%

数据来源: 中国工控网, 汇川技术定增募集说明书, 信达证券研发中心整理预测

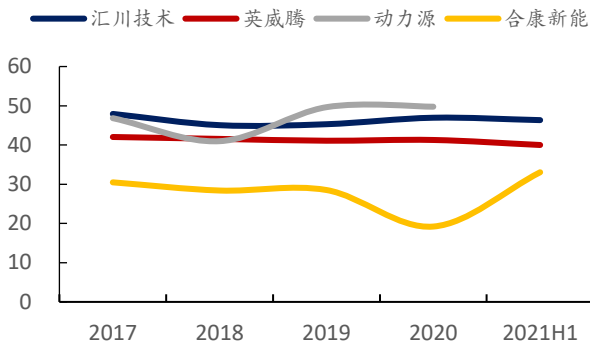
从产品转向客户, 海内外业务同步推动。高压变频器是公司优势项目, 为巩固自己的龙头优势, 公司调整业务发展模式, 将原有的产品导向转向客户导向, 为客户提供更多的前期拓展、技术支持、项目节能计算等一揽子服务, 2021H1 公司高压变频器订单达到 3.88 亿元, 同比增长 56.88%。在海外市场方面, 公司近千台高压变频器远销 20 多个国家和地区, 2021 年上半年公司在保持俄罗斯等传统市场份额的同时在北美市场新客户合作方面同样取得了突破。后续, 公司将秉持以客户为导向, 从市场资源型、解决方案型、交付服务型、渠道分销型、产业&技术互补型等方向发散, 全力构建“4+1 渠道模型”, 有效整合海外资源, 全方位聚焦客户, 提高海外市场运作可持续性。

图 22: 合康“一拖 N”同步投切系统应用于海外项目

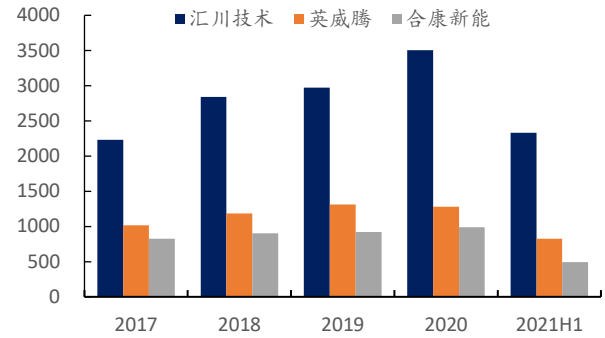

数据来源: 合康新能公众号, 信达证券研发中心

公司虽然是国内高压变频器龙头, 但从毛利水平来看, 仍与同业公司存在较大差距。2021H1 公司变频器业务毛利率为 33.05%, 较汇川技术、英威腾、动力源分别低 13.29pct、6.95pct、16.71pct。我们认为公司与其他公司毛利水平差距的原因主要在于:

1) 规模效应带来毛利差: 尽管公司在高压变频器行业存在领先优势, 但从规模来看, 低压变频器市场更为广阔, 因此从规模体量上来看, 公司与汇川技术、英威腾等公司变频器业务存在较大差距, 2021 年上半年, 汇川技术、英威腾变频器相关业务分别达到 23.33、8.23 亿元, 而合康新能变频器业务规模仅为 4.95 亿元。因此从规模效应来看, 汇川技术、英威腾等公司在规模降本方面明显领先于合康新能。

图 23: 不同公司变频器业务毛利率对比 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 各公司变频器业务规模 (百万元)


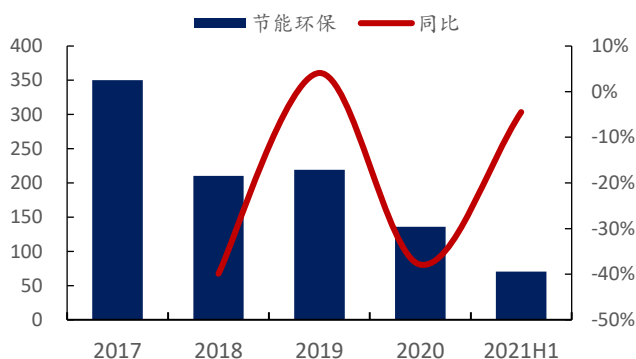
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2) 降低价格争夺市场: 目前国内变频器市场中, 外资品牌占比仍处于较高位置, 尤其在低压变频器市场中, 西门子和 ABB 市场占有率均超过了 15%, 合康新能作为低压变频器的后入者, 为了进一步打开自身的市场份额, 在价格方面或做出一定让步, 从而获得更多行业订单与机会。

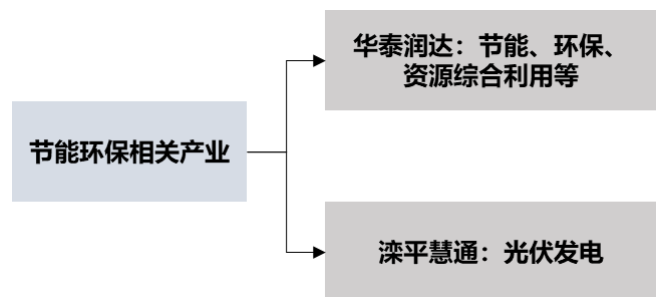
尽管公司目前变频器业务盈利水平较同行业公司有所差距, 但我们认为随着公司业务规模扩大带来规模效应, 技术精进提升成本管控能力, 调整业务结构, 提高盈利能力更强的高性能高压变频器产品比例, 集团协同采购降低原材料成本, 公司变频器业务盈利能力有望得到有效提升。

2.2 国家政策利好节能环保业务板块

公司的另一大业务板块是节能环保相关产业, 采用 EPC 项目管理、EMC 合同能源管理、PPP 公私合营等方式致力于工业节能环保、资源综合利用, 推广以储能、光伏、生物质能等节能环保一揽子系统性解决方案, 业务涵盖垃圾填埋气利用及垃圾综合处理、工业余热余能利用、难降解污水处理、工业节能改造、燃煤电厂超低排放等领域, 致力于成为节能环保领域新标杆。2021H1 公司节能环保业务收入 7032 万元, 同比小幅下滑。

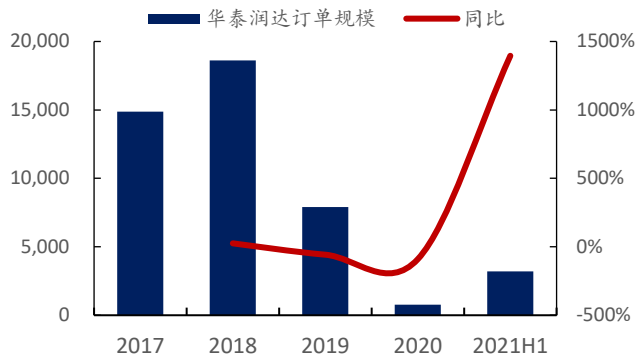
图 25: 公司环保节能业务收入及同比变化 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

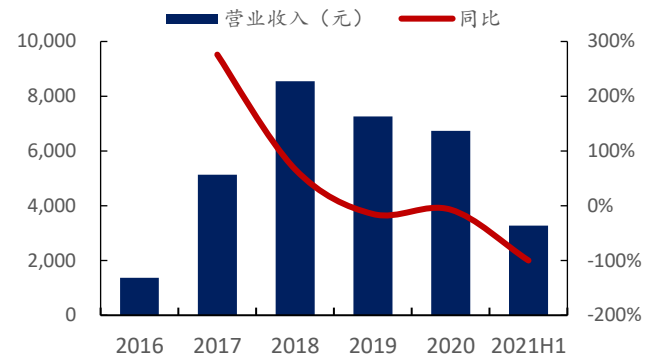
图 26: 公司节能环保业务由两个子公司开展


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

细分来看, 公司节能环保业务主要由华泰润达和滦平慧通两大子公司完成。2020 年受疫情影响, 华泰润达工程端受明显影响, 2021 年上半年华泰润达经营重回正轨, 订单金额达到 3200.4 万元, 同比增长 1395.51%。

图 27: 华泰润达订单规模及同比变化 (万元, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 溧平慧通营业收入及同比变化 (万元, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司在 2015 年通过控股子公司溧平慧通启动农业光伏发电项目，项目共两期，规模分别为 400/200MW，目前两期项目均已经并网发电。工程建成后，公司通过持有并运营的模式经营，每年光伏发电业务可以为公司稳定带来 6000~8000 万的营业收入。

表 7: 溧平慧通 60MW 项目时间点

时间	事件
2015 年	公司启动 40MW 农业光伏发电项目，
2016 年	电网 40MW 并网发电，预计每年发电约 5280 万度，收入约 3960 万元
2017 年	二期工程完工，全部 60MW 并网发电

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

进入十四五期间，我国对节能减排、推动能源转型推出了一系列支持政策。在这样的大背景下，公司节能环保业务有望再次迎来行业发展东风，凭借其在变频器方面的技术优势和美的集团的产业地位，进一步拓展业务范围。且公司已经具备建造、运营光伏设备的经验，且子公司具有工程施工等资质，或推动公司进一步向光伏、储能业务方向拓展。

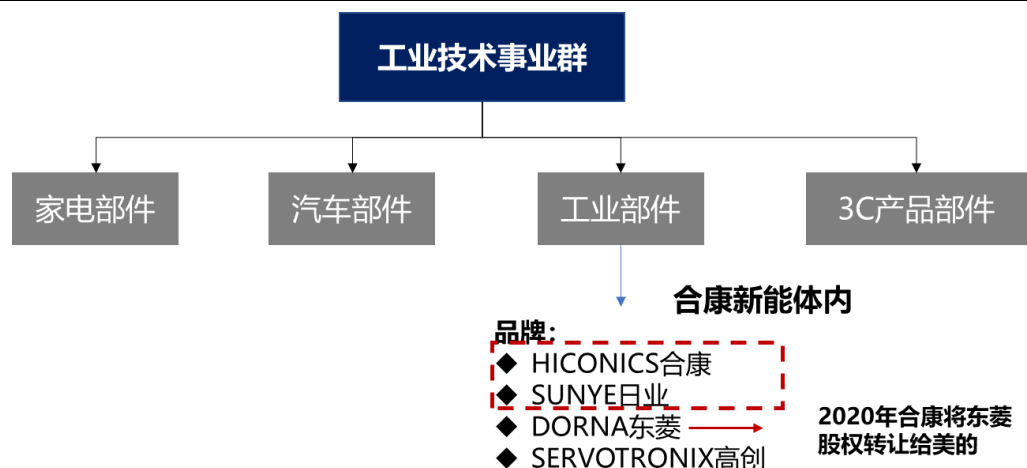
三、美的赋能协同发展，打开效率和业务发展空间

3.1 集团协同打造光伏储能业务新增长点

2020年，合康新能控股股东上丰集团、股东刘锦成将其所持有的2.09亿股（18.73%）股份转让给广东美的暖通设备有限公司，美的暖通成为公司控股股东，公司被纳入美的工业技术事业群。由于公司子公司东菱技术与美的集团下属的伺服业务存在一定重合，因此公司在2020年11月将控股子公司东菱技术有限公司转让给了广东美的智能科技有限公司。尽管东菱技术不再是公司控股子公司，但作为同一集团下的兄弟公司，仍能与公司实现技术共享和交流。

配合集团业务转型，合康新能是美的工控部件业务的重要核心布局。2021年末，美的发布了工业技术全线战略愿景，5年内美的工业技术事业部将冲击千亿元营收目标。美的工业技术事业群中工业部件业务内，主要品牌包括HICONICS合康、SUNYE日业、SERVOTRONIX高创和DORNA东菱等，合康作为国内工业自动化控制领域的先锋，是美的在国内工控部件方面的主要布局，为美的高创运动控制的基础上补充了高低压变频器、伺服控制器、伺服电机板块，完善了美的工业自动化板块。

图 29：公司被纳入美的工业技术事业群



数据来源：美的集团官网，信达证券研发中心

配合集团业务转型，借助平台协同发展。美的集团的业务板块中暖通空调、电梯等均有对低压变频器产品的需求，而美的其自有的低压变频器业务体量较小且均为自用。随着未来美的发力To B业务，中央空调、电梯楼宇、新能源汽车制造、工业机器人业务或存在更多变频器配套需求，有望有效提升公司收入规模。

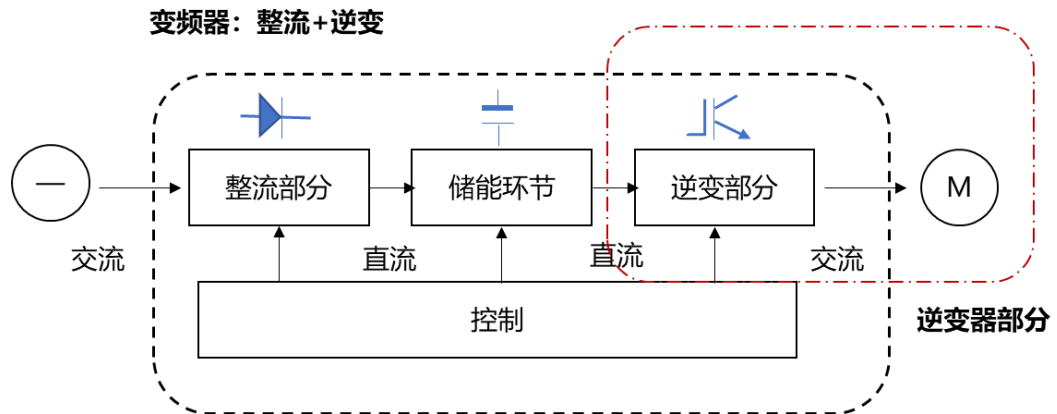
除了变频器、节能环保相关的业务，公司在剥离新能源车相关的业务后，承担了美的集团绿色战略绿电项目的统筹和落地，将在光伏、储能业务方面进行全新布局。我们认为合康新能在光伏新能源领域的产品主要可能分布在三块——逆变器、户用储能和工商业分布式光伏领域。我们分产品对于公司业务未来的可塑性进行了分析。

3.1.1 逆变器——对标德业：从变频器到逆变器降维打击

变频器和逆变器在技术上具有共通部分，变频器生产企业具有明确技术优势。变频器是根据电机实际需求提供所需要电源电压的电力控制装备，其原理有“交-直-交”或者“交-交”，

其中“交-直-交”最为常见，且该种模式也可以理解为“整流+逆变”的过程。和变频器相比，光伏中所用到的逆变器工作原理相对简单——将直流电变成交流电，且输出的频率恒定。因此，对于合康新能这样的变频器生产企业而言，在光伏逆变器领域不存在进入的技术壁垒，和其他后入者相比具有绝对的技术、生产优势。

图 30: 变频器工作原理



数据来源：电子发烧友，信达证券研发中心

表 8: 变频器和逆变器的差别

	简介	转换关系	输出频率
变频器	改变电机工作电源频率来控制交流电动机的电力设备	交-直-交/交-交	需要调整频率
光伏逆变器	把直流电能转变成交流电的部件	直-交	固定的输出频率

数据来源：电子发烧友，信达证券研发中心

家电行业中的德业股份是转型进军变频器和光伏储能产业链的典型之一。德业股份以热交换器起家，业务逐渐向其他家电零部件延伸，公司从传统的空调变频控制器发展至光伏、储能用的逆变器产品，目前产品矩阵已经拓展至储能逆变器、组串逆变器、微型并网逆变器，应用至家电产品中拥有光伏热水器、光伏壁挂机等产品。参照德业股份的产品布局，对于合康新能来说，公司有能够实现各种类型逆变器的产品布局，逆变器作为户用储能产品的核心零部件之一，使得公司有能够实现核心部件产业链的一体化。

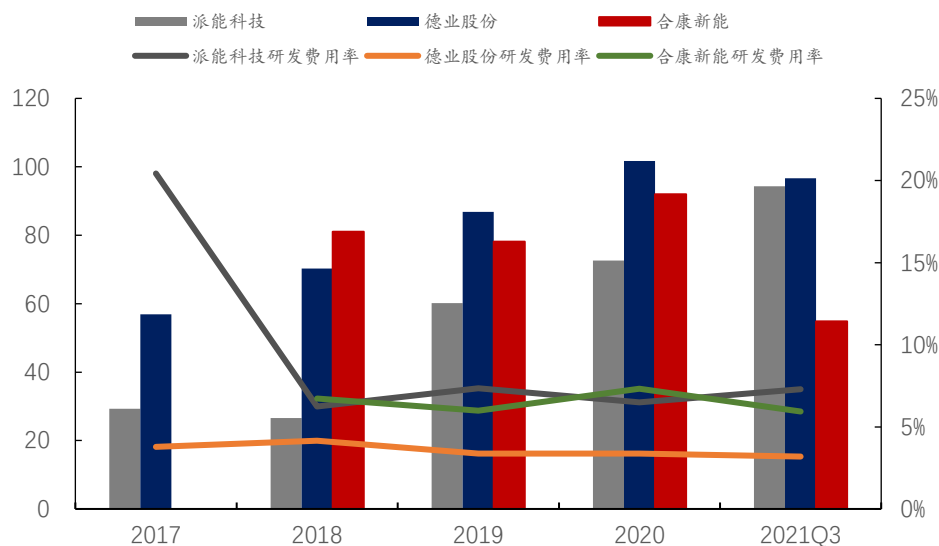
图 31: 德业股份逆变器、储能产品



数据来源：德业股份官网，信达证券研发中心

重视研发投入，产品质量有保证。公司目前已经开始积极招聘储能相关技术人才，团队人员已经达到 20~30 人。从研发投入来看，合康新能在研发费用率基本稳定在 6% 以上，显著高于德业股份，在同行业中处于上游位置。我们认为公司对于研发的重视和变频器产品的先发优势将成为其未来产品质量的重要保证。

图 32：公司与同行业公司研发费用和费用率对比（百万元，%）



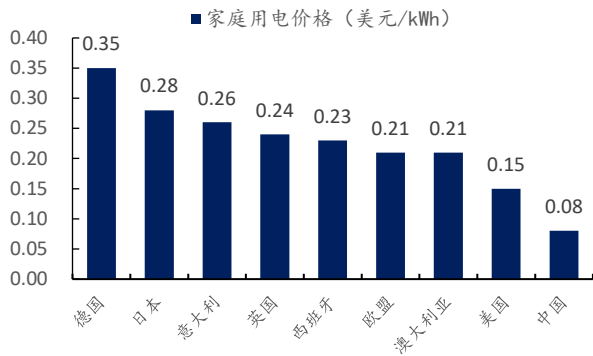
数据来源：万得，信达证券研发中心

除了户用储能和逆变器相关产品，公司的另一条产品布局主线则是分布式光伏或工商业用光伏屋顶。从业务开展可行性来看，公司由于节能环保业务中包括了 EPC（工程总包）模式，所以公司具有工程施工资质，对于分布式光伏和工商业用光伏屋顶业务的开展至关重要。从经验来看，公司子公司溧平慧通建设了 60MW 的光伏发电项目，且目前仍对其保持运营状态，为公司带来稳定现金流收入，因此我们认为公司也同样具备建设和运营光伏电站或分布式、工商用光伏屋顶的能力。

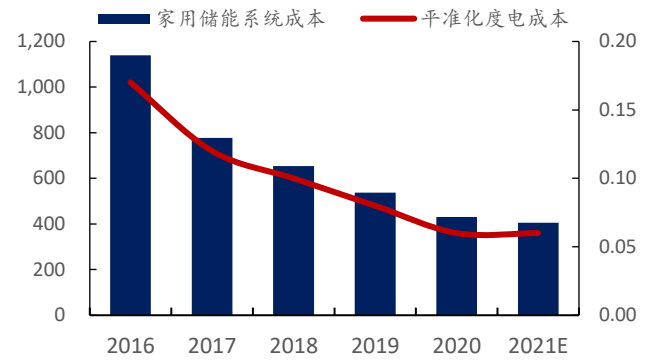
3.1.2 户用储能——对标派能科技，依托集团优势推动海外市场

户用光伏储能产品和集中式光伏或工商用光伏产品在推广渠道上存在很大区别，集中式或工商屋顶光伏产品多采用项目制，多通过招标或集中采购等方式进行，具有明确的 To B 业务属性；而合康新能所布局的户用储能、光伏产品需要到家进行安装调试，其更多需要直接对接家庭客户，具有较强的 To C 属性。行业中具有合康类似属性的就是背靠中兴的派能科技。

从海外户用储能市场空间来看，由于美国、欧洲、日本等海外国家电价昂贵，且政府对于绿色能源的政策支持，技术成熟推动家用锂电储能系统成本不断下降，BNEF 数据预计 2021 年该成本将下降至 405 美元/kWh，较 3 年前下降 38.07%，因此国外光伏新增装机量稳定增长。根据华经研究院预测，2025 年海外新增用户侧储能容量将达到 48.96GWh。

图 33: 全球主要国家和地区家庭用电价格 (美元/kWh)


资料来源: GlobalPetrolPrice, 派能科技招股说明书, 信达证券研发中心

图 34: 家用锂电储能系统的基准资本成本 (美元/kWh)


资料来源: BNEF, 派能科技招股说明书, 信达证券研发中心

派能科技是我国户用储能产品出海的典型代表。从 2013 年开始围绕锂电池储能市场打造完整储能产品线, 2013 年公司首套家用储能电池系统在欧洲实现商用。根据 HIS 数据, 派能科技自主品牌家用储能出货量约占全球出货量的 8.5%, 位居全球第三名, 第一、二名企业分别为特斯拉和 LG 化学, 2019 年公司以自主品牌和贴牌方式销售家用储能产品供 366MWh, 约占全球出货总量的 12.2%。

图 35: 派能科技储能相关产品

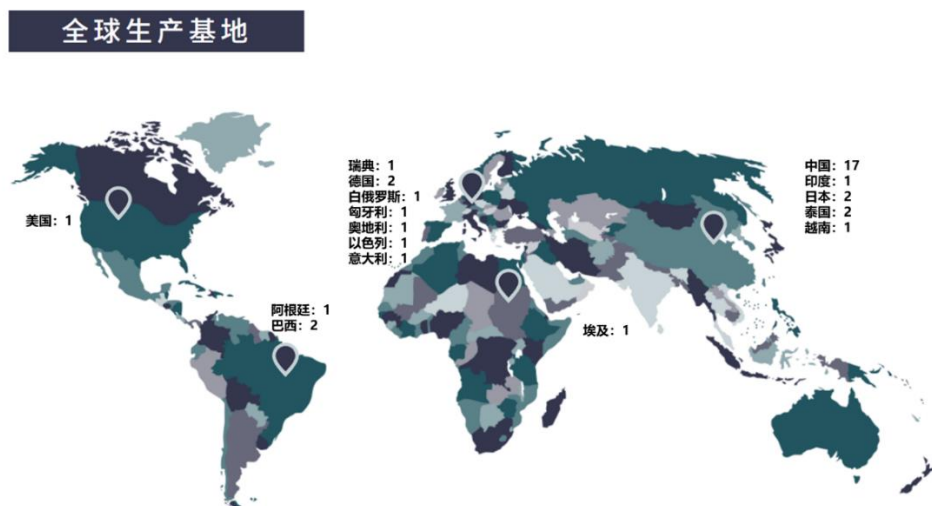

数据来源: 派能科技公司官网, 信达证券研发中心

派能科技原名中兴派能, 其控股股东为中兴新通讯有限公司, 全球领先的通信设备制造商中兴通讯是派能科技的兄弟公司。中兴通讯作为全球通信设备制造厂商, 其全球销售网点遍布五大洲, 160 多个国家和地区, 服务全球 1/4 以上的人口。而且电信运营的要求决定公司运营渠道充分下沉, 符合户用储能推广 To C 的业务特性, 因此中兴通讯在渠道方面可以为作为兄弟公司的派能科技提供协助, 从派能科技和中兴通讯的业务布局来看也体现出了较高的重叠度。

图 36: 派能科技部分业务分布与中兴通讯业务分布高度重合

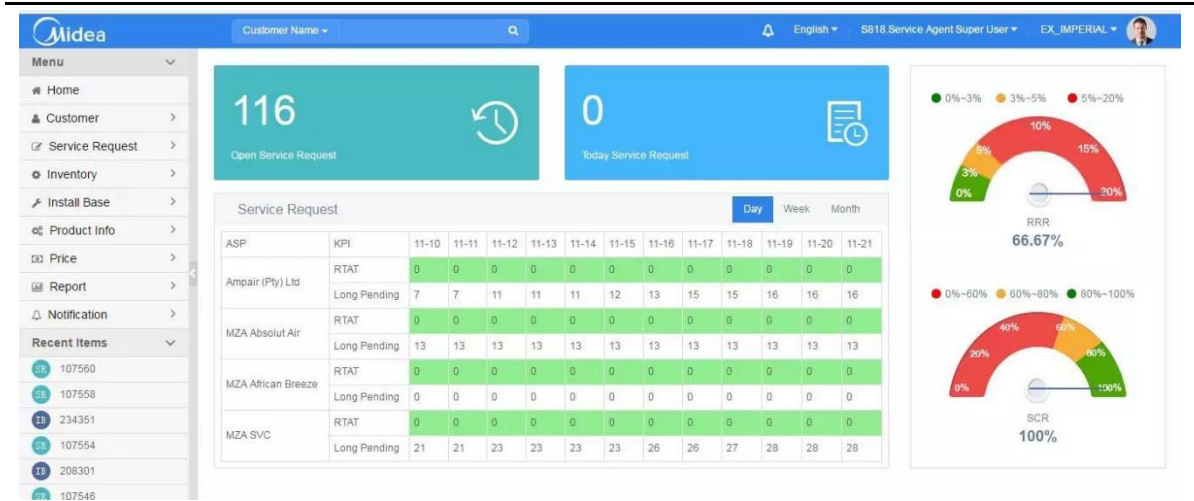

数据来源：中兴通讯官网，信达证券研发中心

美的作为我国乃至全球家电龙头企业之一，集团具有丰富的海外渠道资源，拥有 18 个海外研发中心，17 个海外制造基地，24 个海外销售运营机构，产品业务遍布全球 200 多个国家和地区，截至 2020 年公司新增海外自有品牌销售网点超过 17000 家，线上布局也逐步完善，目前已经实现对 Amazon、Ali-express、Flipkart、Shopee、Lazada 等全球主流电商平台的全覆盖。2021 年美的拟在海外新增 2 万家自有品牌网点，进一步扩大海外市场覆盖。因此，我们认为美的在海外所拥有的渠道和知名度可以加速为合康新能的户用储能产品打开海外市场。

图 37: 美的拥有 17 个海外生产基地


数据来源：美的集团官网，信达证券研发中心

除了销售渠道和生产基地，美的在海外拥有非常完善的全球物流和服务体系，可以帮助合康新能更好建立产品售后服务系统。美的自身拥有全球服务全生命周期管理系统，海外 iSERVICE 系统和云呼叫平台已覆盖全球近 50 个国家和地区，可以实现快速响应。户用储能作为具有很强安装和后期服务属性的产品，美的已有的售后服务体系可以协助合康新能搭建起自己的售后和服务团队与体系，为海外消费者提供更加完整的产品体验。

图 38: 美的 iSERVICE 系统可以提供服务、备件库存等售后所需信息


数据来源: 美的 IT 公众号, 信达证券研发中心

3.1.3 工商业分布式光伏--对标创维: 国内家电龙头的下沉渠道优势

美的在接下来两年为合康提供集团内部光伏屋顶工程项目的订单。2022 年美的集团上调采购关联交易额至 2 亿元, 向公司采购变频器及 EPC、EMC 项目 (即集团内光伏屋顶项目) 施工。美的在国内拥有 17 个大型生产基地, 若所有基地都交由合康进行光伏屋顶的施工和运营, 或为公司带来明显增量订单。我们认为若上游硅料及零部件成本下降, 绿电价格更具经济优势的时候, 合康新能不排除通过美的在国内的家电渠道, 进一步扩大家用分布式光伏的业务。

表 9: 公司与美的集团关联交易计划 (万元)

	2021 年 计划发生额	2021 年 实际发生额	2022 年 预计发生额	关联交易发生内容
向关联人销售 产品、商品	4000	563.47	20000	向美的集团股份有限公司及其子公司销售变频器等产品及提供 EPC、EMC 项目施工、运营等服务
向关联人采购 原材料	5000	508.85	5000	向美的集团股份有限公司及其子公司采购原材料及公司日常经营所需产品

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从可行性方面来看, 公司拥有进入国内市场的能力和机会。美的集团在国内的下沉渠道分布更为全面, 且美的品牌效应相较国外更为突出, 公司可以通过集团渠道协同有效实现国内市场拓展。借用国内家电渠道进行推广已有先例, 创维集团就是成功发挥家电企业的渠道、品牌优势的典型之一。

2020 年创维集团出资成立深圳创维光伏科技有限公司, 进军分布式光伏领域。创维在光伏业务中的定位是“光伏+惠民金融+数字科技”的户用光伏系统产品一站式服务提供商。公司凭借其在国家家电经营积累下的渠道、运营和品牌经验与能力推广户用光伏产品, 业主与创维光伏合作的金融公司签订融资租赁协议, 业主提供可利用的屋顶, 创维负责投资建设光伏电站, 光伏发电采用“自发自用, 余电上网”的模式。

图 39: 创维光伏模式



资料来源: 创维光伏官网, 信达证券研发中心

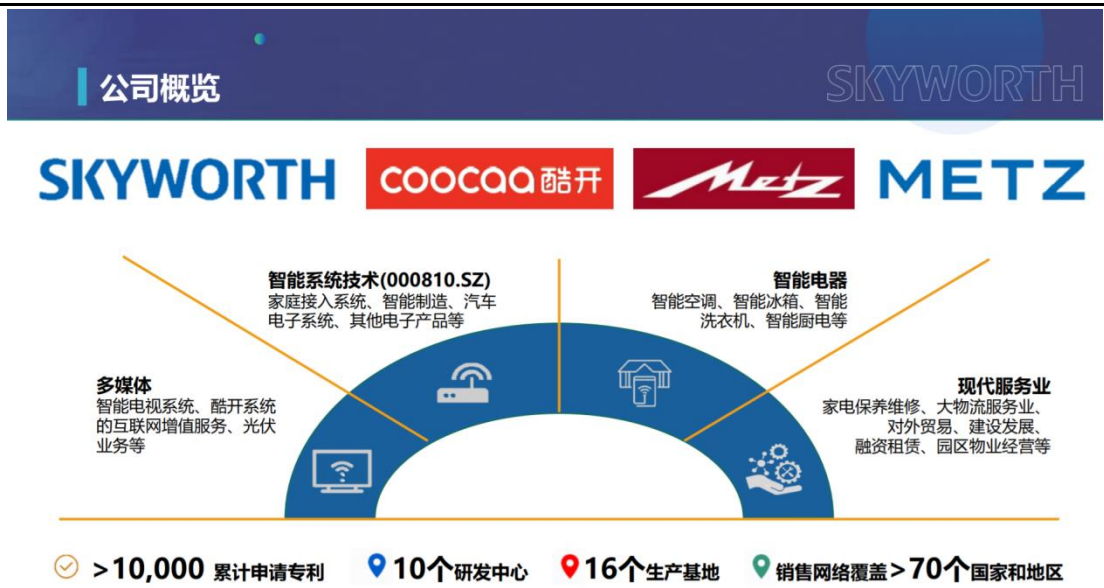
图 40: 创维具体运作模式



资料来源: 创维光伏官网, 信达证券研发中心

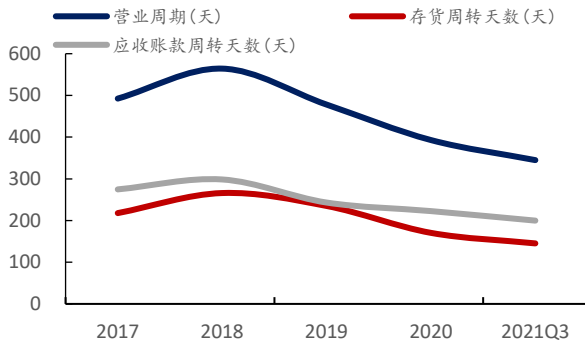
创维光伏业务中赚取电站设计和安装的服务费用和后期的运营维护费用，而业务则可以通过售卖多余的电实现盈利。创维的分布式光伏产品于 2021 年 5 月正式推出，目前创维户用业务已经完成全国布局，建立了 10 个大区和 6 个物流仓库，拥有一级代理商 500 多家，10 万多个电站，前三季度公司光伏业务收入合计 21.9 亿元，同比增长 27275%。且创维计划以户用光伏作为开端，逐步开拓工商业光伏、用电侧综合智慧能源管理等业务，成为清洁能源产业互联网的行业领导者。

图 41: 创维集团

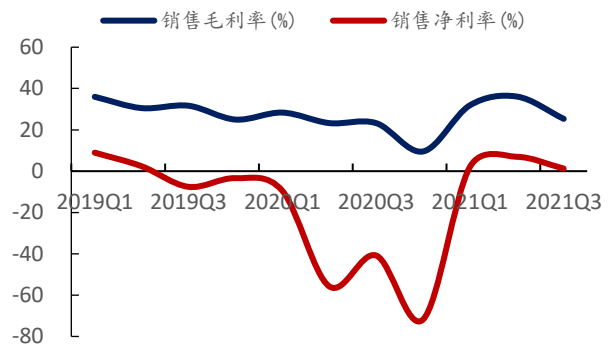


数据来源: 创维集团官网, 信达证券研发中心

和创维集团相比，美的在国内同样拥有扎实的渠道基础，除了一二线城市，公司在三四线城市同样实现全市场覆盖。美的旗下创新物流公司安得智联为美的打造了智能化、数字化的配送服务网络，可在 48 小时内送达 38744 个乡镇，覆盖乡镇总数的 87%，同时安得智联聚焦拉通 To C 服务全流程，持续深化送装服务网络构建，实现送货安装。美的在物流渠道、售后服务方面的高效优势或许对于合康新能而言也是光伏储能业务推广的重要保障之一。

图 43: 公司运营周期 (天)


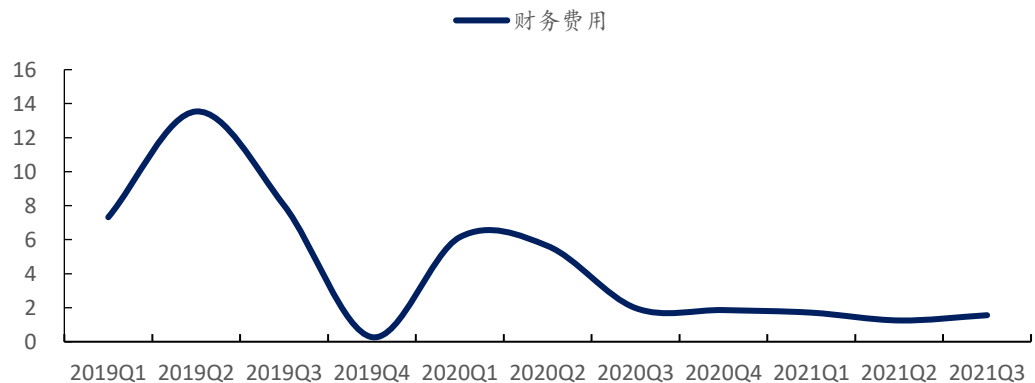
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 44: 公司毛利率和净利率变化 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

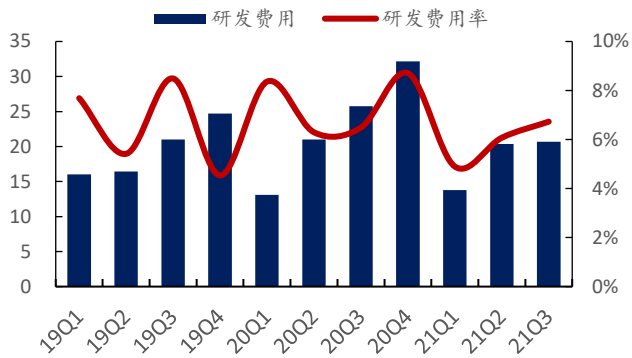
从周转来看: 公司现在依托于美的数字化、智能化战略, 不断强化自身的数字化管理能力, 目前公司对 IT 系统进行了升级, 对业务流程进行梳理再造, 同时不断提升工厂自动化程度。因此, 公司存货周转和运营天数明显减少。根据公司介绍, 目前产能和效率提升 100%, 交货周期从 45 天下降至 25 天, 库存也下降了 60%。

从资金层面来看: 美的入场后, 在集团的资金支持和信用背书下, 公司的资金成本大幅下降; 同时, 公司剥离外围业务后债务明显减少, 公司资金实力大幅提升, 财务费用率也在 2020Q3 后出现明显下滑, 目前单季度财务费用率维持在 200 万左右的低位。

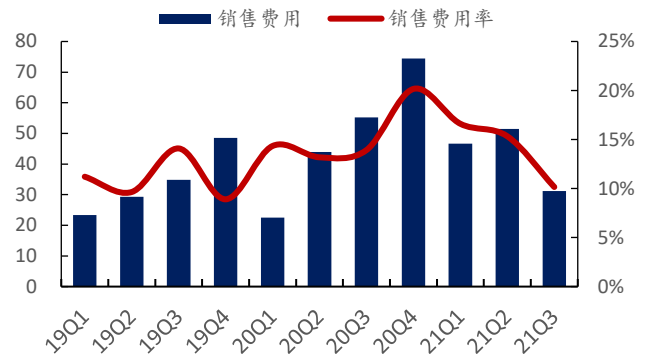
图 45: 公司财务费用明显下降 (%)


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

从研发角度来看: 合康新能重视工控技术研发, 公司研发费用率常年稳定在 5% 以上, 截至 2021 年上半年, 公司拥有 51 项商标权, 专利信息 196 项, 软件著作权 97 项。而美的集团拥有完善的技术研发和产品开发体系——以中央研究院为核心、各事业部研发平台为辅, 研发内容上实施从先行研究、共性技术、个性技术到产品开发的四级研发体系为公司提供前沿和共性技术的研发支撑。集团的研发体系可以为公司提供更加前沿和共性的研发支撑, 支持公司在高端高压变频器和低压变频器国产替代化的过程中提升产品性能, 实现份额的稳定快速增长。

图 46: 公司研发费用和研发费用率变化 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 47: 公司销售费用和费用率变化 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从销售和渠道角度来看: 公司的变频器产品主业具有非常强的行业和地区性质, 因此在产品应用的过程中需要公司进行大量的销售推广, 逐一击破。美的集团产品覆盖了家电、商用电器、楼宇工程等多个领域, 具有绝对的具有全球化、多领域的渠道优势, 有利于公司提高渠道的覆盖率和国内外有效客户的数量, 从而降低对部分重点市场的依赖, 实现均衡发展。

在激励和考核机制方面: 美的对各个事业部有着明确的考核和机制, 2020 年公司推出了新的限制性股票激励计划, 激励对象为公司董事、高管和业务骨干在内的 85 人, 拟授予 3300 万股, 占公司总股本的 2.98%。在考核目标方面, 公司要求 2021~2024 年营业收入增速相较 2020 年分别不低于 15%/30%/45%/60%, 即 21~24 年公司营业收入分别不低于 14.45/16.34/18.22/20.11 亿元。(由于 21 年进行了多家子公司资产剥离, 因此预计 21 年收入将低于 14 亿, 但排除剥离资产的影响后增速仍将达到考核指标要求)

表 10: 股权激励计划考核指标 (% , 百万元)

	增速相较 2020 年	营收下限 (百万元)
2021	不低于 15%	1445.06
2022	不低于 30%	1633.54
2023	不低于 45%	1822.03
2024	不低于 60%	2010.51

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

我们认为, 经过前期外围业务剥离, 聚焦主业, 公司目前已经走出困境。在变频器主业方面, 作为高压变频器龙头企业, 公司有望进一步扩大市场份额, 同时在低压变频器国产化替代的进程中收获更多增长空间; 作为美的集团在工控业务方面的重要布局, 公司有望在集团内实现协同发展, 获得更多变频器配套订单和光伏储能业务发展空间, 美的集团在多行业、全球化的渠道或有望帮助公司进一步提升国际知名度, 从而实现多行业、多渠道业务拓展。

盈利预测、估值与投资评级

近 1-2 年为公司研发投放、市场扩张关键时期，公司有望抓住美的研发、资金资源赋能和新能源市场机遇，快速扩大收入、开拓海内外市场份额，形成核心器件（如逆变器）、整机、渠道、品牌产业链一体化优势。

我们将公司营业收入按照高端制造、节能环保、新能源、光伏纯干业务板块进行拆分。

我们预计 21~23 年，高端制造板块营收分别同比增长 21/32/25%；节能环保板块营收分别同比增长 0.3/10/10%，2022~2024 年公司光伏储能业务收入分别同比增长 400/167/150%。

2021~2023 年公司营业收入预计分别同比-4.0/+67.9/+44.8%，公司 2021 年营收下滑主要是由资产剥离所导致。

表 11: 公司营业收入拆分 (百万元, %)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
高端制造板块	1,191.49	1,575.33	1,968.71	2,364.02	2,726.13
YoY	20.6%	32.2%	25.0%	20.1%	15.3%
高压变频器	735.70	887.80	1,013.35	1,118.17	1,230.49
YoY	24.6%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%
低压变频器	455.79	687.53	955.36	1,245.85	1,495.64
YoY	11.47%	50.00%	40.00%	30.00%	20.00%
节能环保板块	136.45	150.10	165.11	181.62	199.78
YoY	0.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
光伏储能产品		300.00	800.00	2000.00	5280.00
YoY			166.7%	150.0%	164.0%
EPC		250.00	500.00	800.00	1,200.00
YoY		0%	100%	60%	50%
户用储能		50.00	300.00	1200.00	4080.00
YoY		0%	500%	300%	240%
新能源车 (已剥离)	58.65				
YoY	-55.7%				
营业收入	1,206.59	2,025.43	2,933.82	4,545.64	8,205.91
YoY	-4.0%	46.1%	44.8%	54.9%	80.5%

资料来源: 信达证券研发中心整理预测

可比公司估值

公司处于快速增长阶段，PEG 指标低于行业平均水平。我们预计公司 21-23 年收入为 12.07/20.25/29.34 元，同比-4.0/+67.9/+44.8%；归母净利润 0.6/1.2/1.9 亿元，同比+111.5/101.8/57.0%，对应 PE 为 144/71/45 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值 (元, 百万元)

证券简称	股价	EPS			PEG			总收入(百万元)		
		21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
汇川技术	63.70	1.2	1.6	2.1	1,250.7	138.2	103.2	11,511.3	18,057.1	23,006.4
德业股份	272.95	3.1	5.1	6.7	844.4	100.8	123.3	3,023.6	4,186.6	5,660.9
阳光电源	117.16	1.9	2.7	3.5	155.4	97.6	110.6	19,285.6	25,844.1	34,476.9
派能科技	155.55	2.8	4.2	6.8	248.8	83.9	35.8	1,120.1	0.0	3,627.3
					624.8	105.1	93.2			
合康新能	7.7	0.05	0.11	0.17	-	42.7	55.7	1,207	2,025	2,934

资料来源: 万得, 2022.2.28 收盘价计算, 信达证券研发中心整理预测

风险因素

低压变频器业务拓展不及预期、原材料成本上涨，海外储能业务拓展不及预期、国内光伏业务拓展不及预期

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,978	1,494	1,604	2,241	3,072
货币资金	151	225	278	115	-40
应收票据	98	50	62	96	143
应收账款	845	708	714	1,180	1,718
预付账款	52	17	24	36	55
存货	583	370	376	605	899
其他	248	124	150	210	295
非流动资产	1,777	1,106	1,050	994	938
长期股权投资	10	10	10	10	10
固定资产(合计)	1,035	785	729	673	618
无形资产	147	104	104	104	104
其他	585	206	206	206	206
资产总计	3,755	2,600	2,654	3,235	4,010
流动负债	1,137	820	775	1,178	1,662
短期借款	213	71	71	71	71
应付票据	60	57	49	82	120
应付账款	469	329	319	521	771
其他	396	363	335	503	699
非流动负债	292	136	136	136	136
长期借款	100	65	65	65	65
其他	192	71	71	71	71
负债合计	1,430	956	911	1,314	1,798
少数股东权益	75	-95	-55	3	105
归属母公司股东权益	2,251	1,739	1,798	1,918	2,106
负债和股东权益	3,755	2,600	2,654	3,235	4,010

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,304	1,257	1,207	2,025	2,934
同比(%)	8.1%	-3.6%	-4.0%	67.9%	44.8%
归属母公司净利润	23	-515	59	120	188
同比(%)	109.8%	-2325.5%	111.5%	101.8%	57.0%
毛利率(%)	29.3%	19.9%	31.7%	30.0%	29.7%
ROE%	1.0%	-29.6%	3.3%	6.3%	8.9%
EPS(摊薄)(元)	0.02	-0.46	0.05	0.11	0.17
P/E	120.50	—	143.52	71.13	45.31
P/B	1.19	3.07	4.74	4.45	4.05
EV/EBITDA	18.13	-20.28	60.68	71.36	46.11

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,304	1,257	1,207	2,025	2,934
营业成本	922	1,007	825	1,419	2,062
营业税金及附加	10	9	9	15	22
销售费用	136	196	127	253	337
管理费用	110	97	90	142	191
研发费用	78	92	72	132	188
财务费用	29	16	15	15	15
减值损失合计	-12	-368	0	0	0
投资净收益	-3	45	12	38	46
其他	20	-127	36	109	161
营业利润	24	-611	117	196	327
营业外收支	-8	-3	0	0	0
利润总额	16	-614	117	196	327
所得税	27	14	17	18	36
净利润	-11	-628	99	178	290
少数股东损益	-35	-113	40	58	102
归属母公司净利润	23	-515	59	120	188
EBITDA	161	-261	139	121	190
EPS(当年)(元)	0.02	-0.46	0.05	0.11	0.17

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	300	134	86	-186	-185
净利润	-11	-628	99	178	290
折旧摊销	124	122	56	56	56
财务费用	34	22	15	15	15
投资损失	3	-45	-12	-38	-46
营运资金变动	69	93	-102	-397	-500
其它	81	571	30	0	0
投资活动现金流	-52	152	-18	38	46
资本支出	-69	-71	-30	0	0
长期投资	16	223	0	0	0
其他	0	0	12	38	46
筹资活动现金流	-242	-222	-15	-15	-15
吸收投资	1	1	0	0	0
借款	185	249	0	0	0
支付利息或股息	-27	-16	-15	-15	-15
现金流净增加额	5	64	53	-163	-154

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。

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	李若琳	13122616887	liruolin@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。

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。	

评级说明

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。