

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

合康新能（300048）

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号：S1500520070002
联系电话：13656717902
邮箱：luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业分析师
执业编号：S1500524020001
邮箱：yinshengdi@cindasc.com

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

合康新能：Q1 收入业绩超预期，光储放量未来可期

2024 年 4 月 26 日

➤ **事件：**Q1 公司实现 6.99 亿元，同比+110.71%；实现归母净利润 1103 万元，同比+1566.40%；实现扣非后归母净利润 873 万元，同比+4968.15%。

➤ **变频主业企稳，户储+光伏业务放量兑现。**

变频器业务：经过 23 年的调整，我们预计 Q1 公司高低压变频器板块收入表现稳健。3 月合康发布低压变频产品新品 CM690 系列通用变频器和 EL10 通用灵巧型变频器，同时日业电气也以全新的品牌标识亮相。

户储、光伏业务：我们预计 Q1 户储和分布式光伏业务贡献了较多收入增量。Q1 公司自研自产的户储产品开始批量销售出货，分布式光伏 EPC 业务也实现快速增长。23 年公司向美的集团及其子公司销售变频器等产品及提供 EPC、EMC 项目施工、运营等服务合计 6702.4 万元。截至 23 年底，公司年报中披露在建中的光伏 EPC 项目交易金额达到 6.22 亿元。

➤ **启动新制造基地建设，扩产能助发展。**目前公司已形成多点基地布局，在苏州设有户用储能及光伏逆变器、变频器研发基地，北京总部为高压变频器、户用储能及光伏逆变器的产业基地，在合肥设有光伏 EPC 运营总部。24 年，公司安庆新制造基地建设启动，将进一步拓展公司主营业务产能，为公司后续业务发展打下坚实基础。

➤ **产品结构变化影响毛利表现，归母净利润率显著提升。**

24Q1 公司毛利率为 17.00%，同比-4.34pct，我们认为 Q1 毛利率下滑的主要原因是公司主营业务结构的变化，光伏、户储等新能源业务毛利率（23 年 8.62%）明显低于变频器等高端制造毛利率（23 年 21.95%），新能源业务占比的上升对公司整体毛利表现产生了一定的影响。

销售费用减少，研发投入加大。从费用率角度来看，Q1 公司销售、管理、研发费用分别同比-32.30%、+24.21%、+134.75%，各项费用率分别同比-7.02pct、-2.33pct、+0.88pct，公司销售费用下降明显，主要系销售人员工资薪酬减少所致。

尽管毛利率有所下降，但受益于费用率的管控，公司最终实现归母净利润率 1.58%，同比+1.38pct，扣非后归母净利润率为 1.25pct，同比+1.30pct。

➤ **经营性现金流净额转负为正，存货水平有所下降。**

1) 24Q1 期末公司货币资金 7.51 亿元，较期初+12.36%；Q1 期末应收票据及应收账款合计 9.64 亿元，较期初+17.99%；Q1 期末存货合计 3.58 亿元，较期初-14.43%，存货水平有所降低；Q1 期末合同负债合计 1.06 亿元，较期初-5.97%。

2) 24Q1 经营活动产生的现金流量净额为 4296 万元，23Q1 为-354 万元，实现转负为正。

- **盈利预测和投资评级:** 我们认为公司变频器主业或受益于大规模设备更新的政策推动，订单有望逐渐回暖，实现收入业绩的稳健增长。新能源业务板块，公司竞争力不断提升，商业模式逐渐成熟，有望进入兑现期。我们预计公司 24-26 年收入 34.77/47.50/65.19 亿元，分别同比增长 133.2%/36.6%/37.2%；归母净利润为 0.60/1.30/1.86 亿元，分别同比增长 127.2%/117.2%/43.3%；对应 PE98.57/45.37/31.67x，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,424	1,491	3,477	4,750	6,519
增长率 YoY %	18.2%	4.7%	133.2%	36.6%	37.2%
归属母公司净利润 (百万元)	26	-220	60	130	186
增长率 YoY%	-49.0%	-958.4%	127.2%	117.2%	43.3%
毛利率%	22.9%	17.0%	15.1%	15.5%	15.9%
净资产收益率ROE%	1.4%	-13.1%	3.4%	7.0%	9.1%
EPS(摊薄)(元)	0.02	-0.20	0.05	0.12	0.17
市盈率 P/E(倍)	243.00	—	98.57	45.37	31.67
市净率 P/B(倍)	2.88	3.36	3.39	3.16	2.87

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,822	2,157	2,471	2,961	3,466	
货币资金	524	668	722	892	1,137	
应收票据	35	15	29	33	36	
应收账款	707	802	1,048	1,236	1,429	
预付账款	81	12	15	20	27	
存货	274	418	363	439	450	
其他	202	241	295	341	387	
非流动资产	956	1,010	1,011	1,000	994	
长期股权投资	0	0	1	4	7	
固定资产(合计)	681	689	687	689	697	
无形资产	124	113	98	81	64	
其他	151	208	225	226	226	
资产总计	2,778	3,166	3,482	3,961	4,460	
流动负债	830	1,390	1,638	1,980	2,279	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	131	153	364	385	451	
应付账款	450	904	889	1,100	1,202	
其他	249	334	385	495	627	
非流动负债	43	53	53	53	53	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	43	53	53	53	53	
负债合计	873	1,443	1,691	2,033	2,332	
少数股东权益	37	47	52	60	72	
归属母公司股东权益	1,868	1,676	1,739	1,869	2,055	
负债和股东权益	2,778	3,166	3,482	3,961	4,460	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,424	1,491	3,477	4,750	6,519	
同比(%)	18.2%	4.7%	133.2%	36.6%	37.2%	
归属母公司净利润	26	-220	60	130	186	
同比(%)	-49.0%	-958.4%	127.2%	117.2%	43.3%	
毛利率(%)	22.9%	17.0%	15.1%	15.5%	15.9%	
ROE%	1.4%	-13.1%	3.4%	7.0%	9.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.02	-0.20	0.05	0.12	0.17	
P/E	243.00	—	98.57	45.37	31.67	
P/B	2.88	3.36	3.39	3.16	2.87	
EV/EBITDA	43.96	-52.11	111.64	65.76	36.85	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,424	1,491	3,477	4,750	6,519	
营业成本	1,097	1,237	2,951	4,014	5,484	
营业税金及附加	12	11	27	36	50	
销售费用	134	149	118	159	215	
管理费用	85	124	111	145	196	
研发费用	85	147	296	394	522	
财务费用	-2	-7	-9	-10	-13	
减值损失合计	-2	-54	-1	-8	-8	
投资净收益	1	-8	24	48	26	
其他	37	26	66	95	130	
营业利润	48	-207	72	146	214	
营业外收支	0	-12	-1	0	0	
利润总额	48	-219	72	146	214	
所得税	15	3	7	9	15	
净利润	33	-222	65	138	199	
少数股东损益	7	-2	5	8	13	
归属母公司净利润	26	-220	60	130	186	
EBITDA	112	-96	47	77	131	
EPS(当年)(元)	0.02	-0.20	0.05	0.12	0.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	168	124	102	195	297	
净利润	33	-222	65	138	199	
折旧摊销	63	65	73	75	78	
财务费用	6	5	1	1	1	
投资损失	-1	8	-24	-48	-26	
营运资金变动	75	225	-14	21	38	
其它	-9	42	2	8	8	
投资活动现金流	-1	-36	-50	-24	-51	
资本支出	-30	-38	-74	-69	-75	
长期投资	24	-1	-1	-3	-3	
其他	4	2	24	48	26	
筹资活动现金流	-15	20	2	-1	-1	
吸收投资	25	33	3	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-2	0	-1	-1	-1	
现金流净增加额	151	107	54	170	245	

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，家电行业分析师。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。

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 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 15%；	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。