

合康新能(300048.SZ)/机械
设备

证券研究报告/公司点评

2024年8月19日

评级：增持（维持）

市场价格：4.58 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

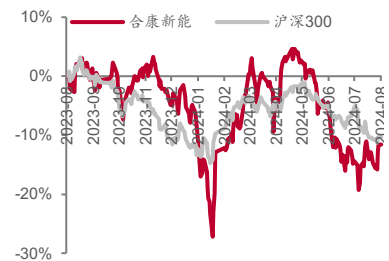
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,424	1,491	3,858	4,939	5,917
增长率 yoy%	18.2%	4.7%	158.7%	28.0%	19.8%
净利润(百万元)	26	-220	46	147	271
增长率 yoy%	-49.0%	-958.4%	121.1%	216.4%	83.9%
每股收益(元)	0.02	-0.20	0.04	0.13	0.24
每股现金流量	0.15	0.11	-0.41	-0.03	0.09
净资产收益率	1%	-13%	3%	8%	12%
P/E	199.4	-23.2	110.0	34.8	18.9
P/B	2.7	3.1	3.0	2.7	2.4

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，当前股价选择 2024 年 8 月 16 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,116
流通股本(百万股)	1,115
市价(元)	4.58
市值(百万元)	5,112
流通市值(百万元)	5,107

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 相关报告一《合康新能：高压变频龙头，美的赋能踏风疾行》
- 2、相关报告一《合康新能 23 年报&24 一季报点评：24Q1 业绩触底回升，业务转型+美的赋能打开成长空间》

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年实现营收 17.09 亿，同比+136.6%，归母净利润 0.09 亿，同比+471.1%，毛利率 16.0%，同比-3.9pct；24Q2 实现营收 10.11 亿，同比+158.7%，环比+44.6%，归母净利润-0.02 亿，同比+16.2%，环比-122.5%，毛利率 15.4%，同比-3.3pct，环比-1.6pct。
- **业绩点评：**2024 上半年营业收入实现同比大幅增长，净利润较去年同期由负转正，主要系光伏 EPC 业务收入大幅增长，同时成本费用管控加强。公司旗下全资子公司合康能源科技，主营光伏 EPC 业务，在 2024 上半年实现净利润 0.38 亿。
- **业务拆分：**2024 上半年户用储能类产品实现收入 0.58 亿，同比+58%，实现毛利率 15.8%，同比+11pct；光伏 EPC 类实现收入 12.05 亿，同比+433%，实现毛利率 9.8%，同比+2pct；变频器类实现收入 3.51 亿，同比-0.3%，实现毛利率 30.9%，同比+7.9pct。
- **光伏 EPC+户储/光伏逆变器+变频器三大主营齐头并进，推动公司中长期发展。**
 - **光伏 EPC 业务：**户用光伏 EPC 初步呈现差异化竞争优势；工商业光伏 EPC 聚焦重点市场和渠道，协同美的集团产业链优势，抓住国内工商业光伏发展机遇；同时，公司结合行业趋势提前布局蓝海业务，针对别墅用户的独立能源需求“美墅”别墅能源解决方案，建立新成长曲线。
 - **户储/光伏逆变器业务：**培育垂直一体化优势，逐步构建逆变器、电池包、线路板、BMS、EMS 等主要零部件与软件系统的自制能力。目前，自研自产的户储产品开始批量出货。此外，公司正在研发光伏逆变器、微型逆变器、阳台光储等新产品平台，有望在未来进一步贡献新增量。
 - **变频器业务：**2024 年上半年，高压变频器收入同比增长超过 10%，毛利率同比提升超 7 个百分点，巩固了国内高压变频器品牌第一梯队的市场地位。
- **盈利预测与投资评级：**聚焦主业叠加美的资源赋能，公司在工业自动化与光储业务具有较大成长空间，同时费用前置+收入快速扩张，期间费用率有望下滑进一步提升未来盈利水平。我们预计公司 24-26 年实现归母净利润分别为 0.5/1.5/2.7 亿，同比+121%/+216%/+84%，当前股价对应 PE 分别为 110/35/19 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；市场拓展不及预期；竞争加剧等。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	668	1,729	2,213	2,651	营业收入	1,491	3,858	4,939	5,917
应收票据	15	38	49	59	营业成本	1,237	3,301	4,165	4,962
应收账款	802	1,439	1,842	2,206	税金及附加	11	28	35	41
预付账款	12	33	41	49	销售费用	149	135	153	166
存货	418	652	823	980	管理费用	124	123	143	160
合同资产	193	498	638	764	研发费用	147	193	222	249
其他流动资产	241	622	797	955	财务费用	-7	22	35	27
流动资产合计	2,157	4,513	5,765	6,900	信用减值损失	10	15	12	13
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-54	-28	-41	-34
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	-1	0
固定资产	689	749	816	889	投资收益	-8	-4	-6	-5
在建工程	58	138	208	268	其他收益	17	18	18	18
无形资产	113	111	110	108	营业利润	-207	55	166	303
其他非流动资产	149	152	154	156	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	1,010	1,151	1,288	1,421	营业外支出	14	6	7	9
资产合计	3,166	5,663	7,052	8,321	利润总额	-219	51	161	296
短期借款	0	1,736	2,485	3,049	所得税	3	4	13	23
应付票据	153	330	408	477	净利润	-222	47	148	273
应付账款	904	1,320	1,633	1,906	少数股东损益	-2	0	1	2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-220	46	147	271
合同负债	113	293	375	449	NOPLAT	-229	68	180	297
其他应付款	110	50	50	50	EPS (按最新股本摊薄)	-0.20	0.04	0.13	0.24
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	110	108	126	142					
流动负债合计	1,390	3,837	5,078	6,074	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	53	53	53	53	营业收入增长率	4.7%	158.7%	28.0%	19.8%
非流动负债合计	53	53	53	53	EBIT增长率	-591.1%	-132.5%	167.0%	64.7%
负债合计	1,443	3,890	5,131	6,127	归母公司净利润增长率	-958.4%	-121.1%	216.4%	83.9%
归属母公司所有者权益	1,676	1,725	1,872	2,143	获利能力				
少数股东权益	47	47	49	51	毛利率	17.0%	14.5%	15.7%	16.1%
所有者权益合计	1,723	1,773	1,921	2,194	净利率	-14.9%	1.2%	3.0%	4.6%
负债和股东权益	3,166	5,663	7,052	8,321	ROE	-12.8%	2.6%	7.7%	12.3%
					ROIC	-13.1%	2.3%	4.7%	6.4%
					偿债能力				
					资产负债率	45.6%	68.7%	72.8%	73.6%
					债务权益比	3.1%	100.9%	132.2%	141.5%
					流动比率	1.6	1.2	1.1	1.1
					速动比率	1.3	1.0	1.0	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	182	105	120	123
					应付账款周转天数	197	121	128	128
					存货周转天数	101	58	64	65
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.20	0.04	0.13	0.24
					每股经营现金流	0.11	-0.41	-0.03	0.09
					每股净资产	1.50	1.55	1.68	1.92
					估值比率				
					P/E	-23.2	110.0	34.8	18.9
					P/B	3.1	3.0	2.7	2.4
					EV/EBITDA	-25	32	16	11

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。