

合康新能的痛苦重塑：美的最难打赢的一场战役！

导语：从抢夺阳光电源的逆变器、储能市场开始。

作者：市值风云 App：木盒

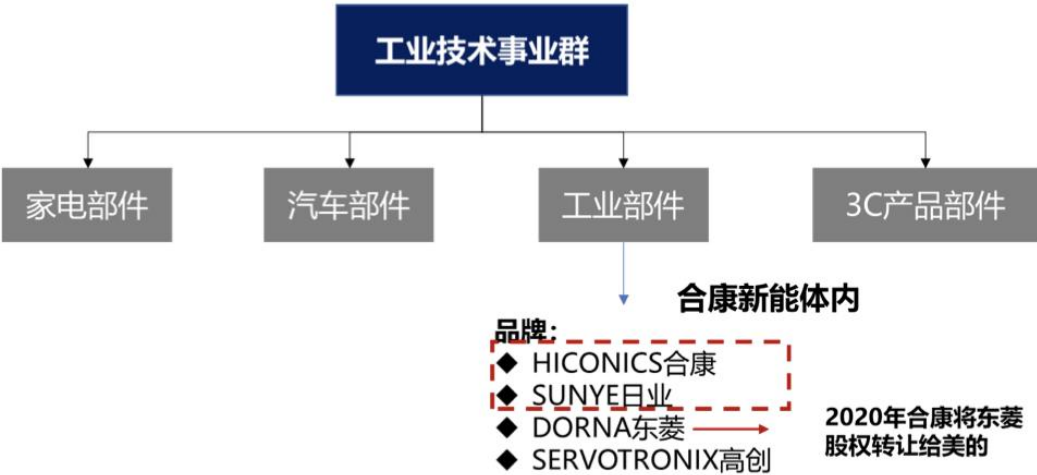
一般巨头控股的公司由于管理效率提高之后，企业盈利普遍好转，股价也得到可观的上涨。

比如，TCL 集团 2021 年 5 月控股奥马电器（已更名 TCL 智家）之后，如今股价翻倍快创新高；格力电器 2021 年 11 月控股盾安环境之后，股价一度最高涨幅 3 倍。



(截至 2024 年底，市值风云 APP)

2020 年 4 月，美的集团开始控股合康新能（300048.SZ），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重塑合康新能，合康也被纳入了美的工控技术事业群。



风云君也从美的入主后，开始关注合康新能。此前，公司是 2010 年在创业板上市的一家公司，上市后业务发展并不如意，收入体量只有 10 多亿，2018 年和 2020 年分别出现较大亏损，扣非净利润为-2.38 亿、-5.56 亿。

截止日期		2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期		年报	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型		合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	↑↓	8.08	14.17	13.51	12.06	13.04	12.57
同比(%)	② ↑↓	20.99	75.52	-4.69	-10.71	8.08	-3.62
营业总成本	↑↓	7.55	13.05	14.64	15.29	12.85	14.17
营业利润	↑↓	0.51	1.58	0.40	-2.53	0.24	-6.11
同比(%)	↑↓	54.02	208.17	-74.71	-740.79	109.28	-2,695.18
利润总额	↑↓	0.78	2.65	0.48	-2.56	0.16	-6.14
同比(%)	↑↓	26.54	242.28	-81.99	-634.68	106.09	-4,041.57
净利润	↑↓	0.70	2.22	0.55	-2.81	-0.11	-6.28
同比(%)	↑↓	36.17	219.27	-75.21	-609.11	95.95	-5,427.52
归属母公司股东的净利润	↑↓	0.52	1.79	0.68	-2.37	0.23	-5.15
同比(%)	↑↓	18.79	244.64	-62.22	-450.72	109.76	-2,325.51
非经常性损益	↑↓	-0.00	0.90	0.15	0.01	-0.01	0.41
扣非后归属母公司股东的净利润	↑↓	0.52	0.89	0.52	-2.38	0.24	-5.56
同比(%)	↑↓	33.56	70.80	-41.30	-557.04	110.20	-2,387.97

(数据来源: wind)

那么时至今日, 这几年美的重塑之后发展如何?

一、重新定位: 变频器+户用储能+光伏

合康新能此前业务有: 高低压变频器、伺服系统(含伺服电机和伺服控制器)、新能源汽车、节能环保。

由于涉及到对上市公司(合康新能)的定位, 伺服系统和新能源汽车在美的入驻后便剥离出去了。这两块对于公司来说都是很大的市场蛋糕, 但真的很可惜:

(1) 伺服系统业务由于和美的原有的伺服系统业务重合, 存在同业竞争, 所以转让给了美的。假如这块业务还留在公司, 这一波人形机器人又要炒一波, 因为伺服系统是其中核心的零部件;

(2) 当时市场猜测美的也跟格力电器一样, 下场造新能源汽车的想象空间不在。事实上, 美的也不会下场去造车。

所以被大公司收购也不太好, 因为基本被其定位框定了业务发展的范围, 你还不能搞创新业务发展第二增长曲线, 毕竟不能和控股股东其他业务有冲突, 也不能和控股股东旗下其他上市公司业务有冲突。

以至于美的后面 2022 年 5 月又控股了 A 股另一家上市公司科陆电子 (002121.SZ), 风云君都担心这两家公司业务有冲突:

都是搞储能的, 合康新能的储能业务主要为户用储能和工商业储能, 科陆电子则主要为发电侧储能与工商业储能, 这块蛋糕应该怎么分! ?

根据风云君多年的跟踪判断, 其实美的一开始对合康新能的定位也是不确定的, 除了原有的高低压变频器和储能、光伏 EPC 节能环保的业务持续开展之外, 还能搞什么业务?

中间加了一个户用储能, 2023 年加了光伏逆变器, 然后 2024 年 12 月又把低压变频器业务剥离出来卖给原控股股东。 **目前的核心业务就三块: 高压变频器+户用储能及光伏逆变器+光伏 EPC。**

另外, 由于美的持股过低, 只有 18.83%, 市场一直传闻向美的定增方案也迟迟没有完成。2023 年 6 月公司出了一个美的包揽 15 亿定增的方案, 发行价格是 4.43 元/股 (对应市值 64 亿), 但至今也没有落地。

风云君认为, 美的纯粹是为了提高持股比例和对公司现金支持, 定增预案披露的募集资金项目都直接不产生效益:

15 亿募集资金, 将用于电气设备业务能力升级、光伏产业平台、信息化系统升级等三个项目, 以及将 5.54 亿元用于补充流动资金。

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	电气设备业务能力升级项目	56,168.92	49,000.00
1.1	电气设备产销能力提升项目	12,825.88	10,000.00
1.2	电气技术研发中心建设项目	43,343.04	39,000.00
2	光伏产业平台项目	44,625.26	38,100.00
2.1	光伏产业研发中心项目	12,583.23	11,000.00
2.2	光伏工程业务平台项目	32,042.03	27,100.00
3	信息化系统升级项目	4,979.00	4,800.00
4	补充流动资金	55,393.25	55,393.25
合计		161,166.43	147,293.25

(公司公告)

合康向美的定增的方案没完成，风云君认为，拖累了公司的业务发展进度。

怎么这么说？

二、美的史上最难打赢的一场战役

整体来看，2020 年美的控股合康新能之后，业务依然一片泥潭，2023 年又亏损 2.06 亿。2024 年前三季度，业务只能算稳住不亏，成绩还算过得去，毕竟研发在持续增加。

截止日期		2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-09-30
报告期		年报	年报	年报	年报	三季度报
报表类型		合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
/ 利润表摘要						
营业总收入	↓	12.57	12.04	14.24	14.91	31.12
同比(%)	② ↓	-3.62	-4.17	18.23	4.73	213.64
营业总成本	↓	14.17	11.68	14.11	16.62	30.76
营业利润	↓	-6.11	0.48	0.48	-2.07	0.44
同比(%)	↓	-2,695.18	107.90	-0.50	-530.62	245.19
利润总额	↓	-6.14	0.50	0.48	-2.19	0.44
同比(%)	↓	-4,041.57	108.19	-4.73	-556.56	244.49
净利润	↓	-6.28	0.48	0.33	-2.22	0.24
同比(%)	↓	-5,427.52	107.62	-31.14	-772.95	169.92
归属母公司股东的净利润	↓	-5.15	0.50	0.26	-2.20	0.11
同比(%)	↓	-2,325.51	109.76	-48.98	-958.43	130.62
非经常性损益	↓	0.41	0.10	0.06	-0.14	0.03
扣非后归属母公司股东的净利润	↓	-5.56	0.40	0.20	-2.06	0.08
同比(%)	↓	-2,387.97	107.27	-50.50	-1,131.64	121.40
研发支出	② ↓	1.01	0.65	0.85	1.47	2.30

(公司业绩, wind)

为什么只能算过得去呢？不是营业收入暴增 213%，扣非净利润暴增 121%吗？

那都是假象！

首先，扣非净利润增长主要是 2023 年同期基础太低，另外收入增长但是没有盈利。

(一) 光伏 EPC：收入规模做大的利器

以 2024 年上半年为说明，营业收入为 17.1 亿，同比增长 136%：

(1) 主要是光伏 EPC 业务贡献的，12 亿，同比增长了 433%；

(2) 户用储能也有增长了 57%，但基数太低规模太小；

(3) 变频器收入反而同比是下降的。

	本报告期		上年同期		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	1,709,473,630.21	100%	722,367,705.63	100%	136.65%
分行业					
新能源	1,263,200,624.37	73.89%	262,910,011.00	36.40%	380.47%
工业自动化	350,694,422.61	20.51%	351,644,596.67	48.68%	-0.27%
其他	95,578,583.23	5.59%	107,813,097.96	14.92%	-11.35%
分产品					
户用储能类	58,473,960.60	3.42%	37,085,627.45	5.13%	57.67%
光伏 EPC 类	1,204,726,663.77	70.47%	225,824,383.55	31.26%	433.48%
变频器类	350,694,422.61	20.51%	351,644,596.67	48.68%	-0.27%
其他	95,578,583.23	5.59%	107,813,097.96	14.92%	-11.35%

(营业收入构成，2024 年中报)

但光伏 EPC 这块业务毛利率很低，只有 9.75%。

	营业收入	营业成本	毛利率
分产品或服务			
分行业			
新能源	1,263,200,624.37	1,136,483,640.06	10.03%
工业自动化	350,694,422.61	242,434,892.27	30.87%
其他	95,578,583.23	56,378,054.37	41.01%
分产品			
户用储能类	58,473,960.60	49,234,981.38	15.80%
光伏 EPC 类	1,204,726,663.77	1,087,248,658.68	9.75%
变频器类	350,694,422.61	242,434,892.27	30.87%
其他	95,578,583.23	56,378,054.37	41.01%

(毛利率构成，2024 年半年报)

基本上是薄利不赚钱的项目，比如光伏 EPC 的子公司，营业收入为 11.35 亿，净利润才 3800 万，净利率才 3.3%。

单位：万元

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
合肥美的合康能源科技有限公司	子公司	光伏 EPC 业务	2,000.00	124,079.85	6,765.29	113,541.46	4,434.60	3,790.92

(合肥美的合康能源科技有限公司业绩，2024 年半年报)

关键是还占用资金，看看应收账款也上升得很快，2022 年-2024 年 Q3 分别为 7.1 亿、8.0 亿、11.1 亿。

而合康 2022-2024 年 Q3 的经营活动现金流净额居然还是正的，手段还是向供应商去延迟付款。

财务数据（亿）	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年Q3
经营活动现金流净额	1.3	2.2	1.7	1.2	4.4
应收票据及应收账款	7.6	6.5	7.4	8.2	11.6
应付票据及应付账款	3.9	3.5	5.8	10.6	21.1

(数据来源：市值风云)

早期美的也贡献了一些收入，比如 2023 年美的集团就跟合康新能采购了 1.88 亿 EPC 项目，占当年 EPC 收入 15%左右，2024 年关联交易占比应该会降低。

合康新能光伏 EPC 业务的发展思路是先做分布式 EPC，未来再拓展集中式的光伏 EPC 业务。

此前拥有一个发电站，净利润不多，2024 年上半年只有 150 万。

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
滦平慧通光伏发电有限公司	子公司	光伏电站运营	3,000.00	53,928.77	7,288.87	3,207.04	235.13	149.93

(发电站公司业绩，2024 年半年报)

目前主要负责光伏项目的 EPC 环节（设计、采购、 施工），电站并网后及时交付，不再持有电站。

(二) 高压变频器

2024 年上半年，从两家子公司的财务看出，合康新能高压和低压的业务都是亏损的。

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
北京合康新能变频技术有限公司	子公司	高压变频器、户用储能等	30,000.00	86,418.24	3,629.68	37,531.53	-7,531.95	-7,555.05
长沙市日业电气有限公司	子公司	低压变频器等	4,000.00	20,570.21	6,963.52	3,939.91	-491.00	-466.43

(高低压公司业绩，2024 年半年报)

这块业务依然没什么起色。

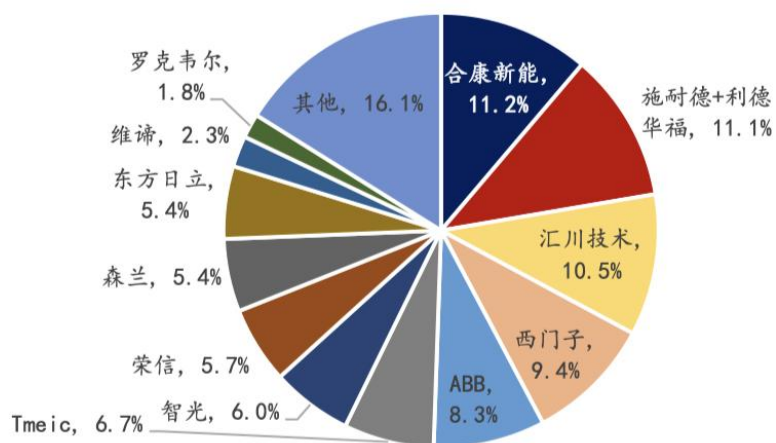
应该说，美的并购合康新能，最核心的还是看中了它的变频器，特别是高压变频器。



(变频器的分类)

合康新能的变频器市占率，位于行业第一。

图 12: 2020Q1~Q3 中国中高压变频器供应商市场份额 (%)



(数据来源：信达证券)

合康的高压变频器产品，主要覆盖了电力、冶金、矿业、水泥等行业。



(合康新能工博会展示的变频器)

变频器是能够改变电源频率和电压的电力电子设备，是工业核心驱动组件，能对电机的转速进行精确控制，可广泛应用于工业生产中的电机调速、节能、优化控制等工业领域。

(三) 储能：定位

所以自然而然，合康的业务就延伸到储能了，但收入规模还比较少，上半年只有 5800 万，是收入最少的产品。

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分产品或服务						
分行业						
新能源	1,263,200,624.37	1,136,483,640.06	10.03%	380.47%	368.43%	增加 2.31 个百分点
工业自动化	350,694,422.61	242,434,892.27	30.87%	-0.27%	-10.53%	增加 7.93 个百分点
其他	95,578,583.23	56,378,054.37	41.01%	-11.35%	-19.32%	增加 5.83 个百分点
分产品						
户用储能类	58,473,960.60	49,234,981.38	15.80%	57.67%	39.38%	增加 11.05 个百分点
光伏 EPC 类	1,204,726,663.77	1,087,248,658.68	9.75%	433.48%	424.50%	增加 1.54 个百分点
变频器类	350,694,422.61	242,434,892.27	30.87%	-0.27%	-10.53%	增加 7.93 个百分点
其他	95,578,583.23	56,378,054.37	41.01%	-11.35%	-19.32%	增加 5.83 个百分点

(2024 年半年报)

合康新能的储能是做户用储能和光伏逆变器，这难度挑战很大，那就相当于和阳光电源竞争了。

不过合康户用储能的定位还是 ODM 供应商，即基本上是 B 端客户，目标市场主要是海外。中国人住别墅的毕竟还是少数，而海外市场还有政府补贴需求。

近年来，海外市场的主要国家陆续推出户用储能建设规划与补贴政策，鼓励示范性项目建设、加速推动相关标准和规范的制定。比如 2022 年 5 月，欧盟公布名为“REPowerEU”的能源计划，计划到 2027 年总投资 2100 亿欧元，逐步降低能源进口依赖，进一步加速推进绿色能源转型，其中 860 亿欧元用于建设可再生能源；2022 年 12 月，德国政府通过了有关光储的税收减免政策；2023 年 3 月，欧盟委员会公布了《净零工业法案》，提出目标到 2030 年欧盟清洁能源需求的自给率至少达到 40%。澳大利亚政府通过小规模可再生能源计划，为安装可再生能源系统提供财政激励，各州政府陆续推出户用储能的支持计划。

(2023 年年报表述)

其中光伏储能核心零部件光伏逆变器，也要自己生产。

6、目前户储产品的单台价格多少？主要零部件哪些是外采，哪些是自产？

公司户储业务致力于成为全球专业的 ODM 供应商，单台产品价格主要随着不同客户的需求进行设计和组合，大体上从几千元到几万元不等。

在户储光逆业务上，公司采用自研自产的模式，持续投入资源构建垂直一体化的能力，目前已覆盖产业链的核心环节，在 PCS、BMS、EMS、电池包等环节具备自研自产的能力。

(2024 年 5 月 9 日投资者交流纪要)

从变频器的原理来看，合康新能做光伏逆变器不存在技术壁垒，德业股份也是这样从空调变频器拓展到光伏和储能的逆变器的。

(四) 第三季度环比有所进步

2024 年前三季度，营业收入同比增长 213%，收入进一步提速，其中：

(1) 光伏 EPC 业务收入 22.57 亿，同比增长 7 倍，毛利率提升 16.3 百分点；

(2) 户用储能业务收入 1.13 亿，同比增长 161.47%，毛利率提升 1.8 个百分点；

(3) 高压变频器业务收入 4.33 亿，同比增长 4.63%，毛利率提升 11.8 个百分点。

三、技术投入，期待厚积爆发

美的战略很清楚了，想通过合康新能打造的是，以高压变频器为核心，拓展到下游的节能/新能源领域，比如储能、光伏逆变器、光伏 EPC。

户用储能及光伏逆变器研产业务方面，公司已构建逆变器、电池包、EMS、BMS 等垂直一体化研产能力，对产业链核心环节的全面覆盖，能实现自研自产。

户储光逆业务方面，公司持续加强核心能力建设，不断提升产品竞争力。2024 年上半年，合康新能与 TÜV 及 CSA 等全球知名检测认证机构深度合作，合康户储光逆测试中心已获得“TÜV 北德目击实验室”资质、“TÜV 莱茵目击实验室”资质、“TÜV 南德认可实验室”资质、“CSA 授权实验室”资质，同时合康户储一体机获得 TÜV 颁发的 VDE-AR-E 2510-50 证书和 ISO 13849 评估报告，电池系统功能安全等级达到 PL d 要求，已证明新上市户储产品的安全可靠达到业内一流水平。公司积极把握全球各细分区域的客户商机，自研自产的户储产品开始批量销售出货。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，亦将在未来上市后进一步贡献新的业务增量。

(2024 年中报)

2022 年、2023 年、2024 年 Q3，研发投入分别为 0.85 亿、1.47 亿、2.3 亿，研发投入持续加大。

本质上，合康新能还是想打造强大的制造能力，研发和生产基地为：

- (1) 北京的公司总部作为高压变频器、户用储能及光伏逆变器的产业基地；
- (2) 苏州的户用储能及光伏逆变器、变频器研发基地；
- (3) 安徽合肥，是光伏 EPC 运营总部；
- (4) 安徽省安庆基地的建设进展顺利，生产户用储能、光伏逆变器及变频器。

6、请问安庆新制造基地的建设顺利吗？哪些产品将在新基地生产，对公司业绩影响多大？

安庆基地的建设进展顺利，预计 2024 年内投产，未来主要生产户用储能、光伏逆变器及变频器等主营业务产品，投产后将明显提升主营业务产能，为下一阶段的订单交付、效率提升、品质保障等方面都打下了坚实基础。

(2024 年 6 月 12 日投资者交流记录)

总结

美的入主合康新能，给其带来的管理、研发、制造、供应链、全球销售各方面能力的提升，相当于全面塑造合康了。

但不知道什么原因，美的的定增迟迟没有完成，风云君认为资金的缺乏在一定程度上拖累了合康开拓业务的进度，毕竟储能/逆变器的研发和光伏 EPC 项目都需要大量资金。

其实美的给合康的定位的市场空间挺大的，但这四年以来合康新能的业务基本没太多实质性增长：

(1) 光伏 EPC 收入虽然暴增，但是那最多属于工程业务，赚点辛苦钱，毛利率和净利率很低；

(2) 核心还是要自产的产品销售才行，但储能这块收入规模还没起色，而高压变频器上半年又是负增长，第四季度低压变频器又不知道什么原因被卖了；

(3) 即使储能业务有起色，也是定位出口的 ODM，毛利率也不会太高，不过一旦打开海外市场，这块收入很可能会快速上量。

三季报财报开始有一些好转的曙光，2024 年底安庆基地也投产了，看看 2025 年储能业务能不能有所作为，也带动起变频器的自装量。