

变频主业稳定高增,美的赋能强势切入新能源

2022年04月12日

➤ **事件:** 2021年公司实现营业收入12.04亿元,同比-4.17%,实现归母净利润0.50亿元,实现扭亏为盈(20年同期亏损5.15亿元)。2022Q1公司实现营业收入3.19亿元,同比+13.41%,实现归母净利润0.11亿元,同比+4.87%。

➤ **非核心业务剥离完成,变频器主业稳定高增。**2021年,基于对公司未来发展战略及协同性考虑,公司对11家子公司进行剥离,剔除剥离子公司影响公司全年营收同比+32.62%。

高压变频器: 21年公司高压变频器营收7.22亿元,同比+32.23%,高压变频器新增订单金额6.59亿元,同比+15.38%,龙头地位稳固。

低压变频器: 全年低压变频器营收2.58亿元,同比+22.40%,公司低压产品在电梯升降机、物料提升机等细分行业中处于头部地位。未来公司还将发力注塑、暖通、冲床等行业,加速推进低压变频器的国产替代化进程。

节能环保业务: 节能环保业务营收1.06亿元,同比+54.31%,公司独立运营的农业光伏发电项目21年发电74967.2MWh,实现收入6477.11万元。

新能源业务: 全年营收实现0.54亿元,同比-59.23%,主要因为公司原有新能源车充电桩、车辆租赁等业务也在21年基本完成剥离。未来公司新能源相关业务将向储能、光伏产品布局。

分地区来看,公司加大对海外市场的推广,坚持国际化战略,21年公司海内外收入分别同比-4.61/+5.44%。

➤ **背靠美的集团大树,平台优势推动效率改善。**在芯片短缺、IGBT等电子元器件大幅涨价的压力下,依托美的千亿级采购平台,公司实现采购成本稳中有降,2021年毛利率30.17%,同比+10.31pct, Q4毛利率26.66%,同比+17.12pct,盈利能力明显改善。22Q1毛利率26.35%,同比-5.53pct,环比略有下滑。

分产品来看毛利率: 21年高端制造/节能环保/新能源业务毛利率分别为28.8/39.2/26.1%,分别同比+9.61/-1.28/+22.56pct。

从费用率变化来看: 21年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为12.2/8.3/5.4/0.6%,分别同比-3.46/+0.57/-1.93/-0.67pct, Q4各项费用率分别同比-14.1/+0.9/-5.1/+0.3pct, 21年销售和研发费用的降低主要因为21年处置子公司导致合并范围明显减少,而财务费用的减少则得益于公司偿还银行借款,21年公司利息支出930万,同比-56.63%,同比减少1224万元。22Q1各项费用率分别同比-7.5/-0.3/+1.7/-0.9pct。

➤ **公司剥离亏损业务,聚焦主营业务,经过美的自收购以来一年多改造,从核心管理层变动、公司文化、激励机制、采购&研发协同、自动化生**

产线改造等全方位降本增效，21年公司实现净利率 3.97%，Q4 净利率 5.28%，全面实现扭亏为盈。22Q1 净利率 3.80%，同比+1.72pct。

- **集团赋能全面统筹，积极布局新能源业务。**公司承担了美的集团绿电项目的统筹和执行落地工作，集团规划到 2030 年绿电占比达到 30%，将为公司带来巨大光储业务机遇。公司户用储能产品已在海外获得资质，我们认为，借助美的全球渠道合康户用储能产品有望在海内外快速得到推广。同时，美的为公司提供了充足的资金支持，可显著改善公司资产负债结构，未来发展空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年收入 17.52/25.74/40.88 亿元，增速为 45.5/46.9/58.8%；归母净利润为 1.00/1.83/2.98 亿元，同比增速为 98.9/82.9/63.2%；对应 PE67.6/37.0/22.7。维持“买入”评级。
- **风险因素：**储能产品推出不及预期，海外市场开拓不及预期，疫情影响地产开工导致公司变频器订单不及预期

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,257	1,204	1,752	2,574	4,088
增长率 YoY %	-3.6%	-4.2%	45.5%	46.9%	58.8%
归属母公司净利润 (百万元)	-515	50	100	183	298
增长率 YoY%	-2325.5%	109.8%	98.9%	82.9%	63.2%
毛利率%	19.9%	30.2%	30.1%	30.1%	30.7%
净资产收益率ROE%	-29.6%	2.8%	5.3%	8.8%	12.5%
EPS(摊薄)(元)	-0.46	0.05	0.09	0.17	0.27
市盈率 P/E(倍)	—	142.80	67.59	36.96	22.65
市净率 P/B(倍)	3.07	4.37	3.55	3.24	2.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,494	1,477	1,748	2,167	3,032	
货币资金	225	294	225	129	19	
应收票据	50	50	72	99	146	
应收账款	708	604	864	1,199	1,792	
预付账款	17	45	51	82	125	
存货	370	283	386	444	621	
其他	124	200	150	215	329	
非流动资产	1,106	1,008	1,141	1,341	1,567	
长期股权投资	10	0	-6	-12	-18	
固定资产(合)	785	648	804	971	1,159	
无形资产	104	144	148	156	168	
其他	206	215	195	225	258	
资产总计	2,600	2,485	2,889	3,508	4,599	
流动负债	820	593	831	1,206	1,871	
短期借款	71	0	0	0	0	
应付票据	57	48	70	102	161	
应付账款	329	301	436	642	1,011	
其他	363	244	325	461	698	
非流动负债	136	64	64	64	64	
长期借款	65	15	15	15	15	
其他	71	49	49	49	49	
负债合计	956	657	894	1,269	1,934	
少数股东权益	-95	26	93	154	282	
归属母公司股东权益	1,739	1,802	1,902	2,084	2,383	
负债和股东权益	2,600	2,485	2,889	3,508	4,599	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,257	1,204	1,752	2,574	4,088	
同比(%)	-3.6%	-4.2%	45.5%	46.9%	58.8%	
归属母公司净利润	-515	50	100	183	298	
同比(%)	-	109.8%	98.9%	82.9%	63.2%	
毛利率(%)	19.9%	30.2%	30.1%	30.1%	30.7%	
ROE%	-29.6%	2.8%	5.3%	8.8%	12.5%	
EPS(摊薄)(元)	-0.46	0.05	0.09	0.17	0.27	
P/E	—	142.80	67.59	36.96	22.65	
P/B	3.07	4.37	3.55	3.24	2.84	
EV/EBITDA	-230.45	65.63	65.22	50.23	26.37	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,257	1,204	1,752	2,574	4,088	
营业成本	1,007	841	1,225	1,799	2,835	
营业税金及附加	9	9	13	20	31	
销售费用	196	146	193	309	470	
管理费用	97	99	131	180	266	
研发费用	92	65	109	157	264	
财务费用	16	7	1	1	1	
减值损失合计	-368	-2	3	1	1	
投资净收益	45	13	18	26	41	
其他	-127	1	96	142	225	
营业利润	-611	48	196	276	488	
营业外收支	-3	2	0	0	0	
利润总额	-614	50	196	276	488	
所得税	14	2	29	32	62	
净利润	-628	48	167	244	426	
少数股东损益	-113	-2	67	61	128	
归属母公司净利润	-515	50	100	183	298	
EBITDA	-23	117	102	134	259	
EPS(当年)(元)	-0.46	0.05	0.09	0.17	0.27	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	134	223	66	103	111	
净利润	-628	48	167	244	426	
折旧摊销	122	73	21	25	37	
财务费用	22	9	1	1	1	
投资损失	-45	-13	-18	-26	-41	
营运资金变动	93	63	-102	-140	-310	
其它	571	42	-3	-1	-1	
投资活动现金流	152	25	-133	-198	-220	
资本支出	-71	-39	-156	-230	-268	
长期投资	223	64	6	6	7	
其他	0	1	18	26	41	
筹资活动现金流	-222	-152	-1	-1	-1	
吸收投资	1	0	0	0	0	
借款	249	22	0	0	0	
支付利息或股息	-16	-7	-1	-1	-1	
现金流净增加额	64	96	-69	-96	-110	

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
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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。

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。