

## 固德威 (688390)

# 2022 年年报&2023 年一季报点评: 储能高歌猛进, 新产品逐步拓展!

2023 年 04 月 27 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058  
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,710	12,724	19,709	26,396
同比	76%	170%	55%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	649	1,892	2,859	3,791
同比	132%	191%	51%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.27	15.36	23.21	30.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	56.17	19.28	12.76	9.62

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

■ **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 47.1 亿元, 同增 75.88%; 实现归属母公司净利润 6.49 亿元, 同增 132.27%; 实现扣非归母净利润 6.27 亿元, 同增 156.36%。2022 年毛利率 32.46%, 同增 0.79pct。2023Q1 公司实现营收 17.19 亿元, 同增 164.59%, 环降 4.20%; 归属母公司净利润 3.36 亿元, 同增 3473.72%, 环降 10.09%; 扣非归母净利润 3.33 亿元, 同增 6269.19%, 环降 8.34%。2023Q1 毛利率 39.05%, 同增 8.92pct, 环增 4.20pct; 规模效应下公司费用率同比明显改善, 业绩符合市场预期。

■ **储能逆变器高歌猛进, 电池包贡献新增量。** 公司 2022 年储能逆变器贡献 16.43 亿收入, 占比提升至 35%, 销 22.73 万台, 同增 279%, 毛利率达 44.5%, 其中 2022Q4 储能出货 8-9 万台, 环增 14%。2023Q1 储能逆变器出货 6.3 万台, 同增 125%, IGBT 单管降价+单台功率提升, 推动毛利率提升至 45%+, 我们预计 2023 全年储能出货达 60 万台+, 同增 160%+。电池包新开拓业务 2022 年贡献 6.27 亿收入, 销 267MWh, 电池 pack 产能由 2022 年 1gwh 提至 2023 年 2-3gwh, 自配套率将从 22 年 18%提至 30-40%, 我们预计 2023 实现出货 1.5gwh+, 规模效应、委外代工逐步切换自供、同时碳酸锂降价带动电芯价格下行, 量利将高速增长。

■ **23 年并网持续高增、新业务逐步扭亏为盈。** 公司 2022 年并网逆变器贡献 20 亿收入, 销 46.10 万台, 同增 3%, 毛利率为 29.89%, 其中 2022Q4 并网出货 15-16 万台, 环比基本持平。2023Q1 并网逆变器出货 15.2 万台, 同增 85%, IGBT 单管降价+海外出货占比提升, 毛利率亦明显改善, 我们预计 2023 全年出货 80 万台+, 同增 70%+, 公司后续在大型电站逆变器将加速成长, 我们预计 2023 年交付 3-4GW, 7 月将推出微逆一拖二、一拖四产品, 进一步丰富逆变器产品线。2022 年户用系统贡献 2.1 亿收入, 销 250MW 左右, 2023 年我们预计出货 1GW, 开发体量加大, 逐步扭亏为盈。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于光伏储能需求向好, 我们基本维持公司 2023-2024 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 18.9/28.6/37.9 亿元 (前值为 18.5/28.4 亿元), 同比+191%/+51%/+33%。基于公司储能业务持续发力, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 目标价 461 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	296.04
一年最低/最高价	161.01/462.00
市净率(倍)	13.95
流通 A 股市值(百万元)	23,901.68
总市值(百万元)	36,472.13

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	21.22
资产负债率(% ,LF)	58.64
总股本(百万股)	123.20
流通 A 股(百万股)	80.74

### 相关研究

《固德威(688390): 2022 年业绩预告点评: 拐点之后的非线性增长!》

2023-01-21

《固德威(688390): 2022 年三季报点评: 否极泰来, 盈利修复超市场预期》

2022-10-30

## 图表目录

图 1: 2022 年营业收入 47.1 亿元, 同比+75.88% (亿元, %)	3
图 2: 2022 年归母净利润 6.49 亿元, 同比+132.27% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q1 营业收入 17.19 亿元, 同比+164.59% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q1 归母净利润 3.36 亿元, 同比+3473.72% (亿元, %)	4
图 5: 2022 年毛利率、净利率分别为 32.46%、13.78% (%)	4
图 6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 39.05%、19.57% (%)	4
图 7: 2022 年期间费用 7.89 亿元, 同比+44.27% (亿元, %)	5
图 8: 2023Q1 期间费用 2.58 亿元, 同比+41.16% (亿元, %)	5
图 9: 2022 年期间费用率 16.75%, 同比-3.67pct (%)	5
图 10: 2023Q1 期间费用率 15.03%, 同比-13.14pct (%)	5
图 11: 2022 年经营活动现金净流入 8.74 亿元 (亿元, %)	6
图 12: 2023Q1 经营活动现金净流入 1.07 亿元 (亿元, %)	6

表 1: 2022 年收入 47.1 亿元, 同比增长 75.88%; 归母净利润 6.49 亿元, 同比增长 132.27% (单位: 亿元)	3
--	---

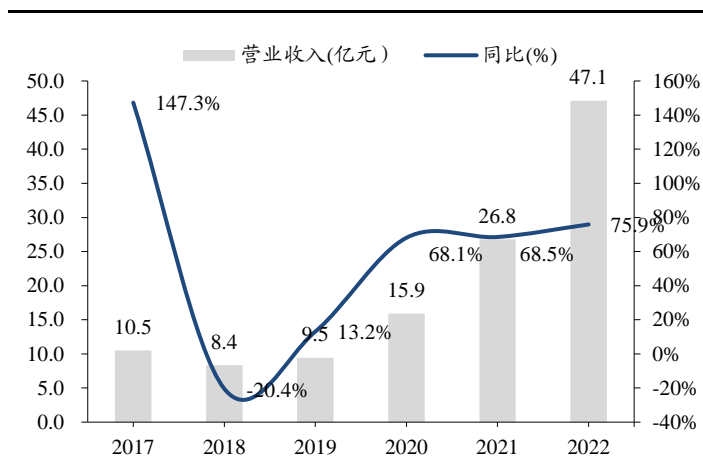
**事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 47.1 亿元，同增 75.88%；实现利润总额 6.90 亿元，同增 133.03%；实现归属母公司净利润 6.49 亿元，同增 132.27%；实现扣非归母净利润 6.27 亿元，同增 156.36%。2022 年毛利率 32.46%，同增 0.79pct；归母净利率为 13.78%，同增 3.35pct；扣非归母净利率 13.32%，同增 4.18pct。2023Q1 公司实现营收 17.19 亿元，同增 164.59%，环降 4.20%；利润总额 3.8 亿元，同增 3943.70%，环降 9.56%；归属母公司净利润 3.36 亿元，同增 3473.72%，环降 10.09%；扣非归母净利润 3.33 亿元，同增 6269.19%，环降 8.34%。2023Q1 毛利率 39.05%，同增 8.92pct，环增 4.20pct；归母净利率 19.57%，同增 18.12pct，环降 1.28pct；扣非归母净利率 19.38%，同增 18.57pct，环降 0.88pct。规模效应下公司费用率同比明显改善，业绩符合市场预期。

**表1：2022 年收入 47.1 亿元，同比增长 75.88%；归母净利润 6.49 亿元，同比增长 132.27%（单位：亿元）**

固德威	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	47.10	26.78	75.88%	17.19	6.50	164.59%	17.95	-4.20%
营业成本	31.82	18.30	73.84%	10.48	4.54	130.81%	11.69	-10.37%
毛利率	32.5%	31.7%	+0.79pct	39.0%	30.1%	+8.92pct	34.8%	+4.20pct
营业利润	6.95	2.96	134.46%	3.80	0.09	3924.00%	4.23	-9.99%
利润总额	6.90	2.96	133.03%	3.80	0.09	3943.70%	4.20	-9.56%
归属母公司净利润	6.49	2.80	132.27%	3.36	0.09	3473.72%	3.74	-10.09%
扣非归母净利润	6.27	2.45	156.36%	3.33	0.05	6269.19%	3.63	-8.34%
归母净利率	13.8%	10.4%	+3.35pct	19.6%	1.4%	+18.12pct	20.8%	-1.28pct
扣非归母净利率	13.3%	9.1%	+4.18pct	19.4%	0.8%	+18.57pct	20.3%	-0.88pct

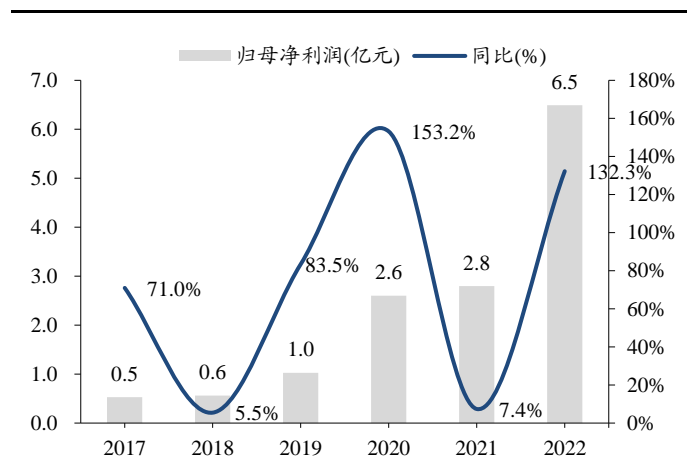
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图1：2022 年营业收入 47.1 亿元，同比+75.88%（亿元，%）**



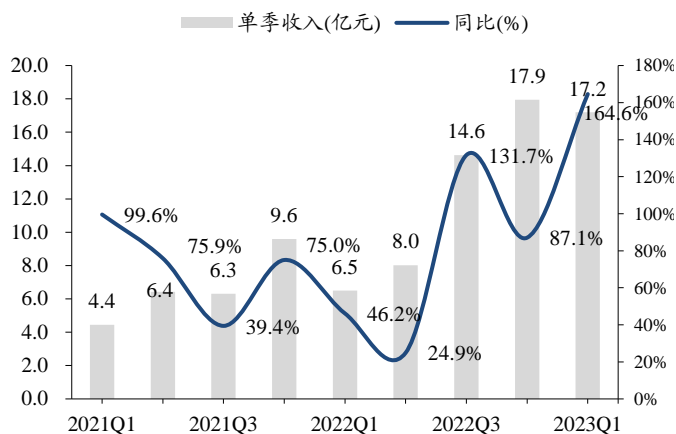
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图2：2022 年归母净利润 6.49 亿元，同比+132.27%（亿元，%）**



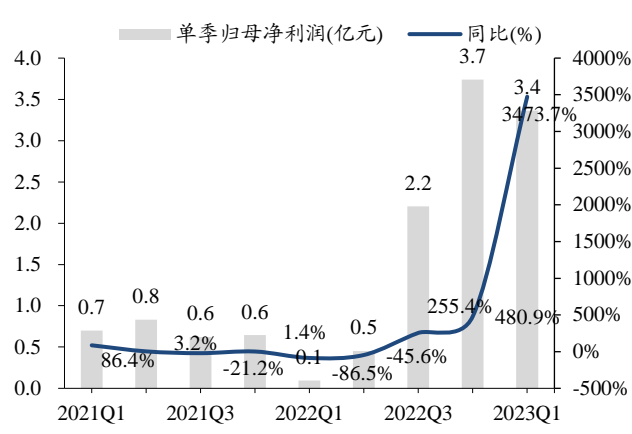
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2023Q1 营业收入 17.19 亿元，同比+164.59%（亿元，%）



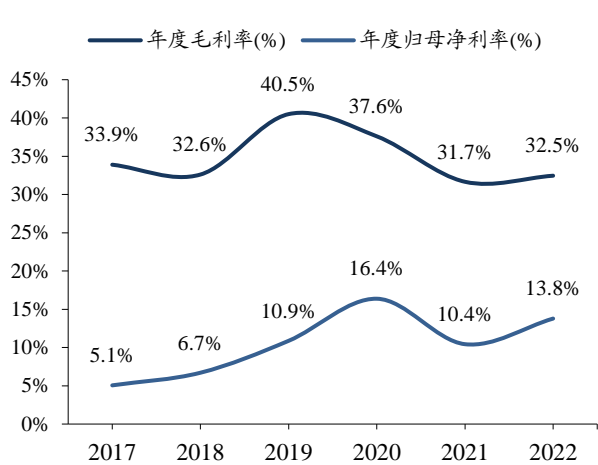
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润 3.36 亿元，同比+3473.72%（亿元，%）



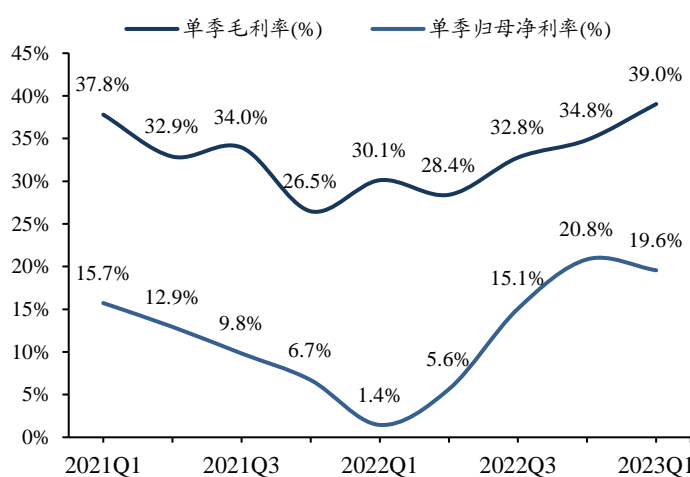
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022 年毛利率、净利率分别为 32.46%、13.78%（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023Q1 毛利率、净利率分别为 39.05%、19.57%（%）



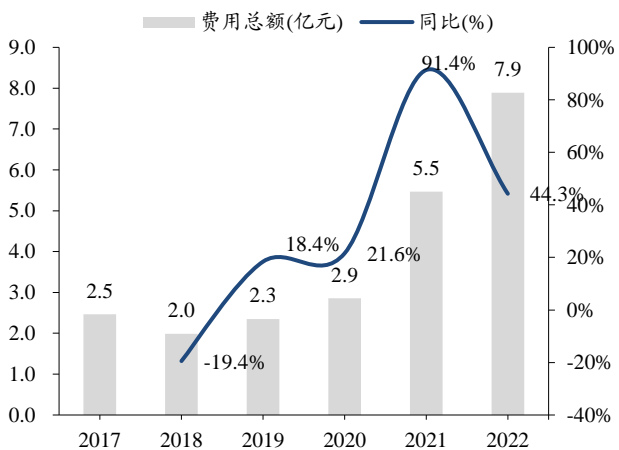
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**储能逆变器高歌猛进，电池包贡献新增量。**公司 2022 年储能逆变器贡献 16.43 亿收入，占比提升至 35%，销 22.73 万台，同增 279%，毛利率达 44.5%，其中 2022Q4 储能出货 8-9 万台，环增 14%。2023Q1 储能逆变器出货 6.3 万台，同增 125%，IGBT 单管降价+单台功率提升，推动毛利率提升至 45%+，我们预计 2023 全年储能出货达 60 万台+，同增 160%+。电池包新开拓业务 2022 年贡献 6.27 亿收入，销 267MWh，电池 pack 产能由 2022 年 1gwh 提至 2023 年 2-3gwh，自配套率将从 22 年 18%提至 30-40%，我们预计 2023 实现出货 1.5gwh+，规模效应、委外代工逐步切换自供、同时碳酸锂降价带动电芯价格下行，量利将高速增长。

**23 年并网持续高增、新业务逐步扭亏为盈。**公司 2022 年并网逆变器贡献 20 亿收入，销 46.10 万台，同增 3%，毛利率为 29.89%，其中 2022Q4 并网出货 15-16 万台，环比基本持平。2023Q1 并网逆变器出货 15.2 万台，同增 85%，IGBT 单管降价+海外出货占比提升，毛利率亦明显改善，我们预计 2023 全年出货 80 万台+，同增 70%+，公司后续在大型电站逆变器将加速成长，我们预计 2023 年交付 3-4GW，7 月将推出微逆一拖二、一拖四产品，进一步丰富逆变器产品线。2022 年户用系统贡献 2.1 亿收入，销 250MW 左右，2023 年我们预计出货 1GW，开发体量加大，逐步扭亏为盈。

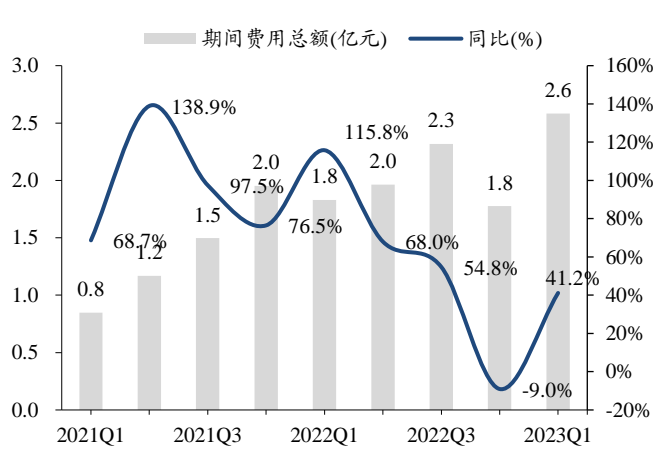
**规模化效果显著，费用率下降明显。**公司 2022 年期间费用合计 7.89 亿元，同比增长 44.27%；期间费用率为 16.75%，同比下降 3.67pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 60.91%、上升 85.67%、上升 84.56%、下降 328.49%至 3.39 亿元、1.97 亿元、3.48 亿元、-0.95 亿元；费用率分别下降 0.67、上升 0.22、上升 0.35、下降 3.57 个百分点至 7.20%、4.17%、7.38%、-2.02%。公司 2023Q1 期间费用合计 2.58 亿元，同比增长 41.16%，环比增长 45.42%；期间费用率为 15.03%，同比下降 13.14pct，环比增长 5.13pct。销售、管理研发、财务费用分别同比上升 49.62%、上升 64.20%、上升 44.76%、下降 134.54%至 1.02 亿元、0.61 亿元、0.98 亿元、-0.03 亿元，费用率分别同比下降 4.56、下降 2.18、下降 4.74、下降 1.66 个百分点至 5.94%、3.56%、5.72%、-0.19%。

图7：2022 年期间费用 7.89 亿元，同比+44.27%（亿元，%）



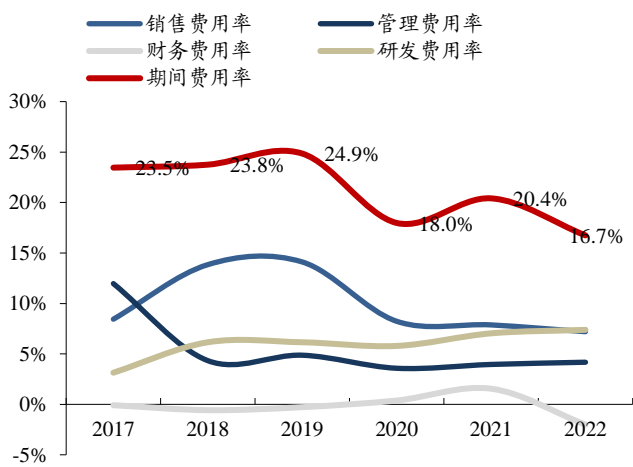
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q1 期间费用 2.58 亿元，同比+41.16%（亿元，%）



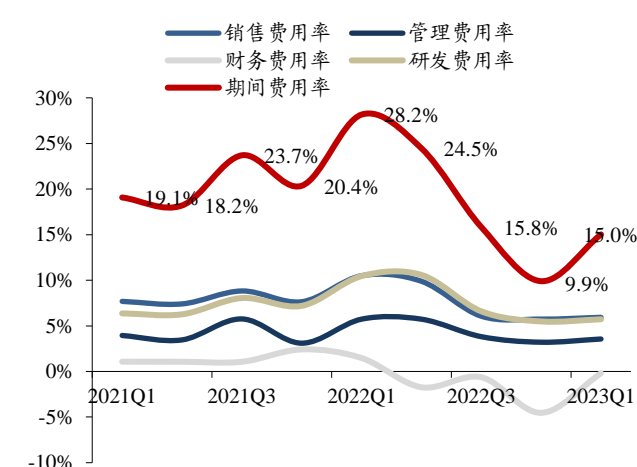
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 16.75%，同比-3.67pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

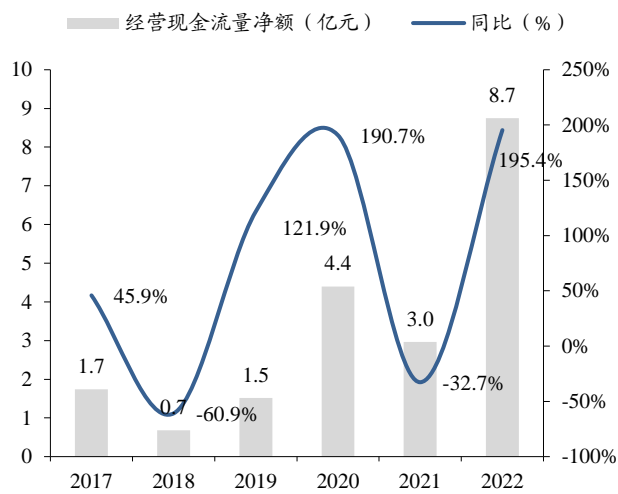
图10：2023Q1 期间费用率 15.03%，同比-13.14pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

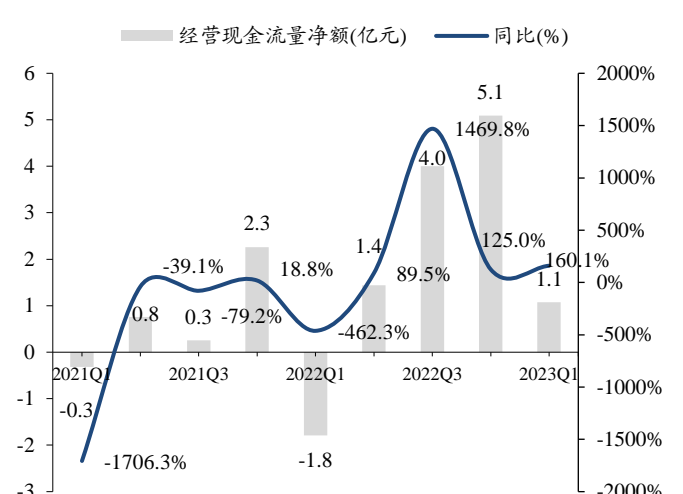
**现金流大幅增长，存货同比增长。**2022 年经营活动现金流量净流入 8.74 亿元，同比增长 195.38%。销售商品取得现金 46.54 亿元，同比增长 106.41%。期末合同负债 3.21 亿元，同比增长 209.23%。期末应收账款 6.39 亿元，同比增长 105.99%。应收账款周转天数同比上升 5.47 天至 36.28 天。期末存货 15.79 亿元，同比上升 84.64%。存货周转天数同比上升 19.45 天至 138.22 天。2023Q1 经营活动现金流量净流入 1.07 亿元，同比增长 160.06%，环比下降 78.89%。销售商品取得现金 13.76 亿元，同比增长 106.61%，环比下降 17.09%。期末合同负债 3.81 亿元，同比增长 176.17%，环比增长 18.73%。期末应收账款 8.47 亿元，同比增长 181.94%，环比增长 32.53%。应收账款周转天数同比下降 3.4 天至 38.9 天。期末存货 18.52 亿元，同比上升 54.85%，环比增长 17.33%。存货周转天数同比下降 56.1 天至 147.98 天。

图11：2022 年经营活动现金净流入 8.74 亿元（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023Q1 经营活动现金净流入 1.07 亿元（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级：**基于光伏储能需求向好，我们基本维持公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 18.9/28.6/37.9 亿元（前值为 18.5/28.4 亿元），同比 +191%/+51%/+33%。基于公司储能业务持续发力，我们给予公司 2023 年 30xPE，目标价 461 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

固德威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,250</b>	<b>11,417</b>	<b>19,083</b>	<b>27,573</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,710</b>	<b>12,724</b>	<b>19,709</b>	<b>26,396</b>
货币资金及交易性金融资产	1,657	2,050	4,640	7,494	营业成本(含金融类)	3,182	8,486	13,321	18,025
经营性应收款项	804	4,740	7,229	10,350	税金及附加	13	38	59	79
存货	1,579	4,201	6,595	8,924	销售费用	339	827	1,183	1,478
合同资产	7	19	29	39	管理费用	197	458	631	779
其他流动资产	204	407	590	766	研发费用	348	865	1,242	1,584
<b>非流动资产</b>	<b>1,549</b>	<b>1,678</b>	<b>1,824</b>	<b>1,951</b>	财务费用	-95	88	160	249
长期股权投资	40	46	48	52	加:其他收益	23	64	59	53
固定资产及使用权资产	937	1,006	1,074	1,142	投资净收益	13	25	24	26
在建工程	153	196	239	282	公允价值变动	-4	0	0	0
无形资产	73	70	68	65	减值损失	-64	-35	-35	-45
商誉	9	9	9	9	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	27	39	54	67	<b>营业利润</b>	<b>695</b>	<b>2,016</b>	<b>3,162</b>	<b>4,236</b>
其他非流动资产	309	311	333	335	营业外净收支	-5	-3	-4	-3
<b>资产总计</b>	<b>5,799</b>	<b>13,095</b>	<b>20,907</b>	<b>29,524</b>	<b>利润总额</b>	<b>690</b>	<b>2,013</b>	<b>3,158</b>	<b>4,233</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,290</b>	<b>8,695</b>	<b>13,633</b>	<b>18,439</b>	减:所得税	54	121	284	423
短期借款及一年内到期的非流动负债	76	226	376	526	<b>净利润</b>	<b>636</b>	<b>1,892</b>	<b>2,874</b>	<b>3,810</b>
经营性应付款项	2,442	6,514	10,226	13,837	减:少数股东损益	-13	0	14	19
合同负债	321	857	1,345	1,820	<b>归属母公司净利润</b>	<b>649</b>	<b>1,892</b>	<b>2,859</b>	<b>3,791</b>
其他流动负债	450	1,097	1,685	2,256	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.27	15.36	23.21	30.77
非流动负债	228	228	228	228	EBIT	629	2,049	3,274	4,451
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	711	2,170	3,413	4,611
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.46	33.31	32.41	31.71
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	13.78	14.87	14.51	14.36
其他非流动负债	207	207	207	207	收入增长率(%)	75.88	170.13	54.90	33.93
<b>负债合计</b>	<b>3,518</b>	<b>8,922</b>	<b>13,860</b>	<b>18,667</b>	归母净利润增长率(%)	132.27	191.41	51.12	32.57
归属母公司股东权益	2,257	4,150	7,009	10,800					
少数股东权益	24	24	38	57					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,281</b>	<b>4,173</b>	<b>7,047</b>	<b>10,857</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,799</b>	<b>13,095</b>	<b>20,907</b>	<b>29,524</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	874	476	2,716	2,984	每股净资产(元)	18.32	33.68	56.89	87.66
投资活动现金流	-503	-227	-266	-264	最新发行在外股份(百万股)	123	123	123	123
筹资活动现金流	-52	145	140	134	ROIC(%)	28.44	56.68	50.22	42.51
现金净增加额	380	393	2,590	2,854	ROE-摊薄(%)	28.76	45.60	40.80	35.10
折旧和摊销	82	121	140	161	资产负债率(%)	60.66	68.13	66.29	63.23
资本开支	-486	-233	-272	-271	P/E (现价&最新股本摊薄)	56.17	19.28	12.76	9.62
营运资本变动	176	-1,998	-728	-1,419	P/B (现价)	16.16	8.79	5.20	3.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

