

# 固德威 (688390.SH)

## 一季报业绩超预期，费用率水平有望持续优化

**事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩超预期。公司 2022 年实现营收 47.1 亿元，同增 75.88%；归母净利润 6.49 亿元，同增 132.27%。其中，22Q4 营收 17.95 亿元，同增 87.06%，环增 22.65%；归母净利润 3.74 亿元，同增 480.89%，环增 69.66%。23Q1 营收 17.19 亿元，同增 164.59%，环比-4.20%；归母净利润 3.36 亿元，同比高增，环比-10.09%。

**储能逆变器、电池收入高增，境外营收表现亮眼。** 1) 分产品看，公司 2022 年并网逆变器收入 20.01 亿元，同增 2.38%，销量约 46.10 万台；储能逆变器收入 16.43 亿元，同比高增 307.95%，销量约 22.73 万台；储能电池收入 6.27 亿元，销量约 267.06MWh；户用系统 2.10 亿元，同增 19.83%。2) 分地区看，2022 年公司境内收入 9.48 亿元，同降 1.31%，境外收入 37.42 亿元，占比总营收约 80%，同增 120.03%。据 EESA，公司在 2022 年中国企业全球储能小功率 PCS (30kW 以下) 出货量排名中排名全球第一，品牌优势显著。预计 2023 年公司有望凭借海外市场的品牌和渠道积累，在欧美地区和南非等新兴市场实现销售放量。

**23Q1 单季毛利率水平大幅提升，规模效应持续摊薄费率水平。** 毛利端：2022 年公司毛利率同增 0.79pct 至 32.46%；23Q1 毛利率 39.05%，同增 8.92pct，环增 4.2pct。盈利能力大幅提升，预计主要系大宗原材料价格回落贡献，预计 Q2 毛利率有望延续该提升趋势。费率端：23Q1 公司期间费率环比-5.13pct 至 15.03%，出货规模高增趋势下费率水平持续摊薄。净利率：2022 年净利率同增 3.11pct 至 13.51%；22Q4 净利率 20.62%，同增 13.78pct，环增 5.8pct；23Q1 净利率 19.28%，同比大幅提升，环比-1.34pct。

**展望 2023 年：预计并网、储能逆变器高增，费用率水平持续优化。** 1) 并网逆变器：碳酸锂降价企稳后有望催化下游需求，预计全年光伏高景气，并网逆变器有望出货 60-80 万台；2) 储能逆变器：随着公司物料短缺问题缓解，2023 年工商储占比预计大幅提升，此外公司 23H2 有望推出微逆产品，预计贡献营收增量；3) 储能电池：Pack 产能提升叠加自供比例增加，盈利能力有望进一步改善；4) 户用系统：预计 2023 年出货有望达到 1GW，出货规模高增趋势下，公司费用率有望持续优化，看好公司 2023 年业绩弹性。

**盈利预测与投资建议。** 考虑到公司费用率改善明显，我们调增公司盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润 18.55/26.47/34.76 亿元，同增 185.7%/42.7%/31.3%，对应 2023-25 年 PE 估值为 19.7/13.8/10.5 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：** 原材料价格上涨、政策变更或不及预期、产能落地不及预期、假设和测算与实际情况存在出入。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,678	4,710	15,552	22,325	29,154
增长率 yoy (%)	68.5	75.9	230.2	43.5	30.6
归母净利润 (百万元)	280	649	1,855	2,647	3,476
增长率 yoy (%)	7.4	132.3	185.7	42.7	31.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.27	5.27	15.06	21.49	28.21
净资产收益率 (%)	16.6	27.9	46.6	40.8	35.5
P/E (倍)	130.5	56.2	19.7	13.8	10.5
P/B (倍)	22.0	16.2	9.3	5.7	3.7

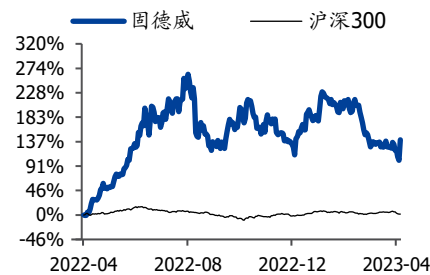
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
4月26日收盘价(元)	296.04
总市值(百万元)	36,472.13
总股本(百万股)	123.20
其中自由流通股(%)	65.53
30日日均成交量(百万股)	2.84

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨润思

执业证书编号: S0680520030005

邮箱: yangrunsi@gszq.com

分析师 杨凡仪

执业证书编号: S0680522070008

邮箱: yangfanyi@gszq.com

#### 相关研究

- 《固德威 (688390.SH): 储能业务亮眼，期待盈利改善》2022-09-02
- 《固德威 (688390.SH): 重塑发展战略，户用逆变器龙头再出发》2022-04-28



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2940	4250	11135	10004	21061
现金	1231	1577	0	1370	3950
应收票据及应收账款	661	725	3851	2718	5860
其他应收款	32	97	329	283	516
预付账款	29	74	266	222	415
存货	855	1579	6492	5214	10122
其他流动资产	132	198	198	198	198
<b>非流动资产</b>	775	1549	6585	6764	8633
长期投资	44	40	37	34	32
固定资产	403	901	5664	5732	7510
无形资产	76	73	82	90	98
其他非流动资产	253	536	803	907	993
<b>资产总计</b>	3715	5799	17720	16769	29694
<b>流动负债</b>	1984	3290	13454	10079	19786
短期借款	0	50	469	16	20
应付票据及应付账款	1684	2442	11240	8606	17395
其他流动负债	301	798	1745	1458	2371
<b>非流动负债</b>	53	228	364	331	309
长期借款	0	0	136	103	81
其他非流动负债	53	228	228	228	228
<b>负债合计</b>	2037	3518	13818	10410	20095
少数股东权益	22	24	-14	-67	-137
股本	88	123	172	172	172
资本公积	972	994	944	944	944
留存收益	590	1133	2457	4170	6475
归属母公司股东权益	1656	2257	3916	6425	9735
<b>负债和股东权益</b>	3715	5799	17720	16769	29694

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	296	874	3401	2688	5198
净利润	278	636	1818	2594	3406
折旧摊销	46	82	244	414	506
财务费用	42	-95	72	110	70
投资损失	-7	-13	-13	-13	-13
营运资金变动	-90	176	1275	-422	1224
其他经营现金流	27	88	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	51	-503	-5272	-584	-2366
资本支出	319	486	5039	182	1871
长期投资	357	-29	3	3	3
其他投资现金流	726	-46	-230	-400	-492
<b>筹资活动现金流</b>	-111	-52	-162	-277	-251
短期借款	0	50	-38	3	4
长期借款	0	0	136	-33	-22
普通股增加	0	35	49	0	0
资本公积增加	25	22	-49	0	0
其他筹资现金流	-136	-159	-261	-247	-233
<b>现金净增加额</b>	210	380	-2033	1826	2580

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2678	4710	15552	22325	29154
营业成本	1830	3182	10551	15304	20050
营业税金及附加	8	13	42	60	79
营业费用	211	339	1120	1607	2099
管理费用	106	197	638	871	1108
研发费用	188	348	1135	1596	2070
财务费用	42	-95	72	110	70
资产减值损失	-19	-37	47	67	87
其他收益	24	23	20	100	100
公允价值变动收益	-2	-4	-4	-4	-4
投资净收益	7	13	13	13	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	296	695	1977	2819	3699
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	296	690	1972	2814	3694
所得税	18	54	154	219	288
<b>净利润</b>	278	636	1818	2594	3406
少数股东损益	-1	-13	-37	-53	-70
<b>归属母公司净利润</b>	280	649	1855	2647	3476
EBITDA	306	728	2211	3226	4125
EPS (元)	2.27	5.27	15.06	21.49	28.21

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	68.5	75.9	230.2	43.5	30.6
营业利润(%)	-1.8	134.5	184.4	42.6	31.2
归属于母公司净利润(%)	7.4	132.3	185.7	42.7	31.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.7	32.5	32.2	31.5	31.2
净利率(%)	10.4	13.5	11.7	11.6	11.7
ROE(%)	16.6	27.9	46.6	40.8	35.5
ROIC(%)	14.5	24.0	38.6	38.6	33.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.8	60.7	78.0	62.1	67.7
净负债比率(%)	-72.1	-59.5	20.0	-16.9	-38.2
流动比率	1.5	1.3	0.8	1.0	1.1
速动比率	1.0	0.8	0.3	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	6.6	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.27	5.27	15.06	21.49	28.21
每股经营现金流(最新摊薄)	2.40	7.10	27.61	21.82	42.19
每股净资产(最新摊薄)	13.44	18.32	31.78	52.15	79.02
<b>估值比率</b>					
P/E	130.5	56.2	19.7	13.8	10.5
P/B	22.0	16.2	9.3	5.7	3.7
EV/EBITDA	163.0	68.2	23.4	15.4	11.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

## 内容目录

固德威一季报业绩超预期.....	4
事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩超预期.....	4
储能逆变器、电池收入高增，境外营收表现亮眼.....	4
23Q1 单季毛利率水平大幅提升，规模效应持续摊薄费率水平.....	4
展望 2023 年：预计并网、储能逆变器高增，费用率水平持续优化.....	4
风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1：固德威盈利预测（亿元；%）.....	5
图表 2：固德威费用率情况一览（%）.....	5
图表 3：固德威归母净利润预测情况一览（亿元；%）.....	6

## 固德威一季报业绩超预期

### 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩超预期

- 2022 年公司实现营收 47.1 亿元，同增 75.88%；归母净利润 6.49 亿元，同增 132.27%。其中，22Q4 营收 17.95 亿元，同增 87.06%，环增 22.65%；归母净利润 3.74 亿元，同增 480.89%，环增 69.66%。
- 23Q1 营收 17.19 亿元，同增 164.59%，环比-4.20%；归母净利润 3.36 亿元，同比高增，环比-10.09%。

### 储能逆变器、电池收入高增，境外营收表现亮眼

- 分产品看，公司 2022 年并网逆变器收入 20.01 亿元，同增 2.38%，销量约 46.10 万台；储能逆变器收入 16.43 亿元，同比高增 307.95%，销量约 22.73 万台；储能电池收入 6.27 亿元，销量约 267.06MWh；户用系统 2.10 亿元，同增 19.83%。
- 分地区看，2022 年公司境内收入 9.48 亿元，同降 1.31%，境外收入 37.42 亿元，占比总营收约 80%，同增 120.03%。据 EESA，公司在 2022 年中国企业全球储能小功率 PCS（30kW 以下）出货量排名中排名全球第一，品牌优势显著。预计 2023 年公司有望凭借海外市场的品牌和渠道积累，在欧美地区和南非等新兴市场实现销售放量。

### 23Q1 单季毛利率水平大幅提升，规模效应持续摊薄费率水平

- 毛利端：2022 年公司毛利率同增 0.79pct 至 32.46%；23Q1 毛利率 39.05%，同增 8.92pct，环增 4.2pct。盈利能力大幅提升，预计主要系大宗原材料价格回落贡献，预计 Q2 毛利率有望延续该提升趋势。
- 费率端：23Q1 公司期间费率环比-5.13pct 至 15.03%，出货规模高增趋势下费率水平持续摊薄。
- 净利率：2022 年净利率同增 3.11pct 至 13.51%；22Q4 净利率 20.62%，同增 13.78pct，环增 5.8pct；23Q1 净利率 19.28%，同比大幅提升，环比-1.34pct。

### 展望 2023 年：预计并网、储能逆变器高增，费用率水平持续优化

- 并网逆变器：碳酸锂降价企稳后有望催化下游需求，预计全年光伏高景气，并网逆变器有望出货 60-80 万台，对应 2023 年营收约 30 亿元。毛利率方面，预计 IGBT 供应较 2022 年同期好转，2023 年毛利率预计与 2022 年持平。
- 储能逆变器：随着公司物料短缺问题缓解，2023 年工商储占比预计大幅提升，此外公司 23H2 有望推出微逆产品，预计贡献营收增量。预计 2023 年储能逆变器营收近 60 亿元，毛利率与 2022 年持平。
- 储能电池：Pack 产能提升叠加自供比例增加，盈利能力有望进一步改善。预计 2023 年储能电池收入约 30 亿元，毛利率有望同比提升 1pct 以上至 19%；
- 户用系统：预计 2023 年出货有望达到 1GW，出货规模高增趋势下，公司费用率有望持续优化，看好公司 2023 年业绩弹性。预计 2023 年户用系统有望出货 1GW，对应 2023 年收入约 30 亿元，毛利率预计小幅提升；
- 其他产品：预计 2023 年光电建材业务有望形成规模收入，带动其他产品营收增长，预计 2023 年其他产品收入 7 亿元，毛利率与 2022 年同期基本持平。

图表 1: 固德威盈利预测 (亿元; %)

固德威收入拆分 (亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>总营收</b>	<b>26.78</b>	<b>47.10</b>	<b>155.52</b>	<b>223.25</b>	<b>291.54</b>
yoy	68.53%	75.88%	230.18%	43.55%	30.59%
<b>毛利率%</b>	<b>31.66%</b>	<b>32.46%</b>	<b>32.16%</b>	<b>31.45%</b>	<b>31.23%</b>
<b>1.光伏并网逆变器</b>	19.54	20.01	29.78	39.39	50.19
yoy	43.26%	2.40%	48.81%	32.30%	27.40%
毛利率(%)	31.12%	29.89%	29.89%	29.89%	29.89%
出货量(万台)	45	46	70	95	123
<b>2.储能逆变器</b>	4.78	16.43	57.83	80.96	105.25
yoy	200.63%	243.74%	251.96%	40.00%	30.00%
毛利率(%)	40.17%	44.50%	44.50%	44.00%	44.00%
<b>3.储能电池</b>		6.27	30.62	58.18	82.91
yoy		732.37%	388.65%	90.00%	42.50%
毛利率(%)		17.78%	19.00%	19.00%	19.00%
<b>4.户用系统</b>	1.75	2.10	30.00	36.00	43.20
yoy		19.82%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	13.71%	10.33%	13.0%	13.0%	13.0%
出货量(GW)		0.07	1.00	1.50	2.25
<b>5.其他产品</b>	0.54	2.09	7.09	8.51	9.79
yoy	-10.00%	287.93%	238.68%	20.00%	15.00%
成本	0.36	1.56	1.56	1.56	1.56
毛利	0.18	0.53	0.25	0.25	0.25
毛利率(%)	33.33%	25.48%	25.48%	25.48%	25.48%

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

预计公司费用率水平有望持续优化, 带动公司盈利能力提升。

- **销售费率:** 考虑到公司持续拓展新产品和新市场, 预计销售费率稳定在现有水平;
- **管理费率:** 营收高增趋势下, 预计 2023-2025 年管理费率为 4.10%/3.90%/3.80%;
- **研发费率:** 营收高增趋势下, 预计 2023-2025 年研发费率为 7.30%/7.15%/7.10%;
- **财务费率:** 预计 2023 年人民币贬值趋势放缓, 预计 2023-2025 年财务费率约 0.50%。

图表 2: 固德威费用率情况一览 (%)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费率	7.87%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%
管理费率	3.95%	4.17%	4.10%	3.90%	3.80%
研发费率	7.04%	7.38%	7.30%	7.15%	7.10%
财务费率	2.93%	-1.08%	0.50%	0.50%	0.50%

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 考虑到公司费用率改善明显, 我们调增公司盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 18.55/26.47/34.76 亿元, 同增 185.7%/42.7%/31.3%, 对应 2023-25 年 PE 估值为 19.7/13.8/10.5 倍, 维持“增持”评级。

图表 3: 固德威归母净利润预测情况一览 (亿元; %)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (亿元)	2.80	6.49	18.55	26.47	34.76
yoy	7.40%	132.27%	185.74%	42.70%	31.29%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**原材料价格上涨:** 公司产品的原材料成本占比较高, 若碳酸锂、IGBT 等原材料价格大幅上涨, 或影响公司产品盈利能力。

**政策变更或不及预期:** 目前储能政策驱动性明显, 若国内外政策变更或已发布政策落地不及预期, 或影响行业对于储能产品的需求。

**产能落地不及预期:** 公司储能电池产能持续扩张, 若落地不及预期, 或影响公司营收情况。

**假设和测算与实际情况存在出入:** 盈利预测中存在较多假设条件, 若与实际情况存在出入可能影响对公司未来预期的判断。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com