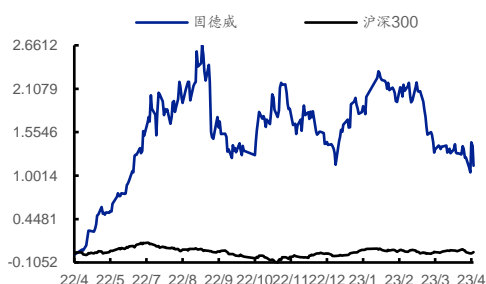


研究所  
 证券分析师：李航 S0350521120006  
 lih11@ghzq.com.cn  
 证券分析师：邱迪 S0350522010002  
 qiud@ghzq.com.cn  
 联系人：王刚 S0350122020033  
 wangg06@ghzq.com.cn

## 物料瓶颈缓解后重回快速增长，多业务线并进提 升增长持续性

### ——固德威（688390）2022 年年报及 2023 年一季 报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/04/28

| 表现     | 1M     | 3M     | 12M    |
|--------|--------|--------|--------|
| 固德威    | -10.3% | -29.2% | 112.8% |
| 沪深 300 | 0.7%   | -3.6%  | 2.8%   |

#### 市场数据

2023/04/28

|              |               |
|--------------|---------------|
| 当前价格 (元)     | 259.61        |
| 52 周价格区间 (元) | 161.01-462.00 |
| 总市值 (百万)     | 31,983.95     |
| 流通市值 (百万)    | 20,960.39     |
| 总股本 (万股)     | 12,320.00     |
| 流通股本 (万股)    | 8,073.80      |
| 日均成交额 (百万)   | 1,812.05      |
| 近一月换手 (%)    | 0.00          |

#### 事件：

**固德威发布 2022 年年报：**2022 全年，公司实现营收 47.10 亿元，同比+75.88%；归母净利润 6.49 亿元，同比+132.27%；扣非归母净利 6.27 亿元，同比+156.36%；经营性净现金流 8.74 亿元，同比+195.38%。

其中，2022Q4 实现营收 17.95 亿元，同比+87.06%，环比+22.65%；归母净利润 3.74 亿元，同比+480.89%，环比+69.65%；扣非归母净利 3.63 亿元，同比+806.19%，环比+68.06%；经营性净现金流 5.09 亿元，同比+125.04%，环比+27.31%。

此外，公司发布 2023 年一季度报告，2023Q1，公司实现营收 17.19 亿元，同比+164.59%，环比-4.20%；归母净利润 3.36 亿元，同比+3473.72%，环比-10.09%；扣非归母净利 3.33 亿元，同比+6269.19%，环比-8.26%；经营性净现金流 1.07 亿元，同比+160.06%，环比-78.89%。

#### 投资要点：

■ **回顾 2022 年，公司物料短缺问题缓解，下半年经营业绩恢复快速增长。**2022 年，光伏并网逆变器实现营收 20.01 亿元，同比+2.38%；毛利率为 29.89%，同比下降 1.26 pct，主要系原材料价格上涨和芯片短缺；销量 46.1 万台，同比+3.07%。储能逆变器实现营收 16.43 亿元，毛利率为 44.50%；销量 22.73 万台，同比+273.98%，主要系户用储能需求在欧洲市场的高速增长。储能电池实现营收 6.27 亿，毛利率为 17.78%；销量约为 267.06MWh，同样受益于欧洲户用储能高景气。户用系统实现营收 2.10 亿，同比+19.83%，毛利率为 10.33%，同比下降 3.38 个百分点，主要系原材料价格上涨。整体来看，2022 年上半年，受制于物料短缺以及疫情等不利因素的影响，公司业绩不及预期。下半年随着疫情的缓解以及公司优化供应链管理和存货管理，公司业绩得以迅速恢复增长。此外，2022 年期间费用率为 9.35%，较去年同期下降 4.02 个百分点，公司降本提效和规模效应作用显著。

■ **我们认为公司的投资看点主要在两个方面，一是物料瓶颈消除，公**

司户储业务的品牌及营销服务优势有望凸显；二是地面光伏电站、光电建材等多业务线并进，公司业绩增长有望具有持续性和稳定性。

- **主要户储市场需求仍有望大幅增长，户储供需形势缓和后，公司品牌及营销服务优势有望再次凸显。**主要户用储能市场需求预计仍将快速增长，2023 年第一季度，德国安装户储 918MWh，同比+141%；根据意大利最新政策，此前计划退坡的针对个人家庭的 110% 超级补贴，已从今年 3 月延期到 9 月。我们认为，今年户储供需形势已显著宽松，品牌及营销服务的重要性有望再次凸显。根据储能领跑者联盟 (EESA) 数据显示，在 2022 年中国企业全球储能小功率 PCS (30kW 以下) 出货量排名中，固德威位列榜首，排名全球第一。公司具有良好的行业口碑和品牌知名度，积累众多优质客户。目前公司已将产品销往德国、意大利等全球多个国家和地区，并在澳大利亚、荷兰、巴西、德国等境外设立了服务点，全面布局营销服务渠道，有望不断提高产品的全球市场占有率。户储市场的高景气叠加公司自身具有较强的核心竞争力，公司未来户用储能业务有望实现快速增长。
- **地面光伏电站和光电建材等多业务线并进，公司业绩增长有望具有持续性和稳定性。**地面光伏行业方面，受益于硅料价格进入下行区间，全球地面光伏需求有望恢复快速增长。公司光伏并网逆变器产品种类齐全，组串式光伏并网逆变器已涵盖 0.7kW ~ 320kW 功率范围，有望实现地面光伏电站业务的较快增长。光电建材方面，当前光伏与建筑结合是分布式光伏装机的形式之一，国内分布式光伏市场资源快速释放，预计“十四五”期间年均规模 50GW 以上，有望带动光伏建筑一体化需求快速增长，推动光电建材行业较快增长。同时公司基于电力电子领域的深厚积累，拥有光电建材方面完全自有技术，具有较强的成本控制能力和定制化能力，可为客户提供个性化的解决方案，未来有望为公司业绩提供新的增长点。此外，公司子公司昱德新能源积极布局分布式户用光伏发电系统，深入小型光伏电站细分市场；南京小蓝专注于房车、卡车生活仓、游艇全套光储供电一体化系统，拓展小型移动储能领域。公司实现多业务线并行，未来业绩增长有望具有持续性和稳定性。
- **盈利预测和投资评级：**公司拥有电力电子、新能源控制、能量管理、储能变换、海量数据采集存储和应用等领域的相关核心技术，主营业务产品包括光伏并网逆变器、储能逆变器、储能电池和户用系统等。受益于户用储能市场高景气和公司多业务开拓，后续业绩有望实现较快增长。预计公司 2023 年-2025 年实现营收 120 亿元、174 亿元和 229 亿元，归母净利 15.6 亿元、26.2 亿元和 36.3 亿元，当前股价对应 PE 为 20X、12X 和 9X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险；原材料价格波动风险；宏观政策风险；毛利率波动风险；户用储能逆变器市场增长不及预期风险。

| 预测指标        | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 4710  | 11974 | 17449 | 22925 |
| 增长率 (%)     | 76    | 154   | 46    | 31    |
| 归母净利润 (百万元) | 649   | 1561  | 2615  | 3625  |
| 增长率 (%)     | 132   | 140   | 68    | 39    |
| 摊薄每股收益 (元)  | 5.27  | 12.67 | 21.22 | 29.42 |
| ROE (%)     | 29    | 41    | 41    | 36    |
| P/E         | 61.31 | 20.49 | 12.23 | 8.82  |
| P/B         | 17.63 | 8.38  | 4.97  | 3.18  |
| P/S         | 8.45  | 2.67  | 1.83  | 1.40  |
| EV/EBITDA   | 56.16 | 15.41 | 8.79  | 4.93  |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：固德威盈利预测表

| 证券代码:              | 688390       |              |              |              | 股价:                | 259.61       |              |              |              | 投资评级: | 买入 |  |  |  | 日期: | 2023/04/28 |  |  |  |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 财务指标               | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 每股指标与估值            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| ROE                | 29%          | 41%          | 41%          | 36%          | EPS                | 5.27         | 12.67        | 21.22        | 29.42        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 毛利率                | 32%          | 29%          | 29%          | 29%          | BVPS               | 18.32        | 30.99        | 52.21        | 81.64        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 期间费率               | 9%           | 9%           | 8%           | 8%           | <b>估值</b>          |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 销售净利率              | 14%          | 13%          | 15%          | 16%          | P/E                | 61.31        | 20.49        | 12.23        | 8.82         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 17.63        | 8.38         | 4.97         | 3.18         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 收入增长率              | 76%          | 154%         | 46%          | 31%          | P/S                | 8.45         | 2.67         | 1.83         | 1.40         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 利润增长率              | 132%         | 140%         | 68%          | 39%          |                    |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 总资产周转率             | 0.81         | 0.81         | 1.05         | 0.83         | 营业收入               | 4710         | 11974        | 17449        | 22925        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 应收账款周转率            | 7.37         | 8.04         | 12.30        | 10.67        | 营业成本               | 3182         | 8553         | 12340        | 16186        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 存货周转率              | 2.98         | 2.57         | 3.89         | 3.08         | 营业税金及附加            | 13           | 34           | 49           | 64           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 339          | 718          | 960          | 1215         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 资产负债率              | 61%          | 74%          | 62%          | 64%          | 管理费用               | 197          | 431          | 593          | 734          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 流动比                | 1.29         | 1.20         | 1.44         | 1.43         | 财务费用               | -95          | -28          | -96          | -136         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 速动比                | 0.75         | 0.74         | 0.95         | 0.98         | 其他费用/(-收入)         | 348          | 718          | 977          | 1215         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
|                    |              |              |              |              | <b>营业利润</b>        | <b>695</b>   | <b>1657</b>  | <b>2777</b>  | <b>3849</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营业外净收支             | -5           | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 现金及现金等价物           | 1657         | 5112         | 7239         | 13037        | <b>利润总额</b>        | <b>690</b>   | <b>1657</b>  | <b>2777</b>  | <b>3849</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 应收款项               | 725          | 2666         | 2008         | 3910         | 所得税费用              | 54           | 119          | 205          | 282          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 存货净额               | 1579         | 4659         | 4487         | 7446         | <b>净利润</b>         | <b>636</b>   | <b>1538</b>  | <b>2571</b>  | <b>3567</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 其他流动资产             | 289          | 489          | 621          | 789          | 少数股东损益             | -13          | -23          | -43          | -58          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>4250</b>  | <b>12926</b> | <b>14355</b> | <b>25182</b> | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>649</b>   | <b>1561</b>  | <b>2615</b>  | <b>3625</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 固定资产               | 901          | 1176         | 1447         | 1660         |                    |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 在建工程               | 153          | 217          | 273          | 332          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 无形资产及其他            | 455          | 481          | 500          | 521          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>874</b>   | <b>3921</b>  | <b>2602</b>  | <b>6253</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 长期股权投资             | 40           | 43           | 43           | 45           | 净利润                | 649          | 1561         | 2615         | 3625         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>资产总计</b>        | <b>5799</b>  | <b>14842</b> | <b>16618</b> | <b>27739</b> | 少数股东权益             | -13          | -23          | -43          | -58          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 短期借款               | 50           | 83           | 122          | 159          | 折旧摊销               | 82           | 162          | 211          | 255          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 应付款项               | 2442         | 8987         | 7341         | 14147        | 公允价值变动             | 4            | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 预收帐款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 营运资金变动             | 232          | 2251         | -136         | 2488         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 其他流动负债             | 798          | 1725         | 2537         | 3248         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>-503</b>  | <b>-496</b>  | <b>-510</b>  | <b>-485</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>3290</b>  | <b>10795</b> | <b>10000</b> | <b>17554</b> | 资本支出               | -486         | -531         | -563         | -552         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 长期借款及应付债券          | 0            | 0            | 0            | 0            | 长期投资               | -29          | 2            | 5            | 4            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 其他长期负债             | 228          | 228          | 228          | 228          | 其他                 | 12           | 33           | 48           | 63           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>228</b>   | <b>228</b>   | <b>228</b>   | <b>228</b>   | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>-52</b>   | <b>30</b>    | <b>34</b>    | <b>30</b>    |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>负债合计</b>        | <b>3518</b>  | <b>11023</b> | <b>10228</b> | <b>17781</b> | 债务融资               | 50           | 33           | 39           | 37           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 股本                 | 123          | 123          | 123          | 123          | 权益融资               | 15           | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 股东权益               | 2281         | 3819         | 6390         | 9957         | 其它                 | -117         | -3           | -5           | -7           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>5799</b>  | <b>14842</b> | <b>16618</b> | <b>27739</b> | <b>现金净增加额</b>      | <b>380</b>   | <b>3455</b>  | <b>2127</b>  | <b>5799</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，华中科技大学博士，电气工程专业，近4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖储能及电力设备等方向。

## 【分析师承诺】

李航，邱迪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。