

固德威(688390)

报告日期: 2023年05月07日

# 光储逆变器共同发力, 储能电池及户用系统快速发展

## ——固德威 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

### 投资要点

#### □ 23Q1 业绩实现高速增长, 盈利能力大幅提升

2022年, 公司实现营业总收入 47.10 亿元, 同比增长 75.88%; 归母净利润 6.49 亿元, 同比增长 132.27%; 扣非归母净利润 6.27 亿元, 同比增长 156.36%; 综合毛利率 32.46%, 同比提升 0.80pcts。2023 年一季度, 公司实现营业总收入 17.19 亿元, 同比增长 164.59%; 归母净利润 3.36 亿元, 同比增长 3473.72%; 综合毛利率 39.05%, 同比提升 8.93pcts, 环比提升 4.20pcts。

#### □ 海外光储市场需求旺盛, 逆变器产销量延续高增长

2022 年, 公司逆变器销量约为 68.83 万台。分产品来看, 并网逆变器销量约为 46.10 万台, 占比约 66.97%; 对应收入 20.01 亿元, 同比增长 2.38%; 毛利率 29.89%, 同比减少 1.26pcts。储能逆变器销量约为 22.73 万台; 占比约 33.03%, 对应收入 16.43 亿元, 同比增长 307.95%; 毛利率 44.50%, 同比减少 0.90pcts。分区域来看, 公司境外逆变器收入占比高达 83.63%, 销量约为 57.73 万台, 占比约 83.88%; 境内外毛利率分别为 13.62%、40.95%。根据储能领跑者联盟数据, 公司在储能小功率 PCS (30kW 以下) 出货量排名中位列全球第一。

#### □ 完善自有 Pack 产能布局, 储能电池贡献第二增长极

2022 年, 公司储能电池收入 6.27 亿元, 同比增长 732.37%; 销量约为 267.06MWH。受益于自有 Pack 产能提升、自供比例增长, 公司储能电池毛利率达到 17.78%, 同比提升 5.52pcts。2022Q4, 公司推出工商业储能锂电池 Lynx C 系列, 完美适配公司 ETC、BTC 系列储能逆变器, 适用于工商业储能项目。公司控股子公司昱德新能源积极布局分布式户用光伏发电系统, 升级至逆变器+光伏组件+配电箱的三件套供货。2022 年, 公司户用系统收入 2.10 亿元, 同比增长 19.83%; 毛利率 10.33%, 同比降低 3.38pcts。

#### □ 盈利预测及估值

**上调盈利预测, 维持“买入”评级。**公司是光储组串式逆变器龙头, 开拓储能电池及户用光伏系统业务。考虑到: (1) 储能电池及户用光伏系统业务出货量及成本端改善超预期; (2) 逆变器海外高毛利市场及大型地面电站市场出货超预期; (3) 费用管控能力超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为亿元 16.70、24.64 (上调前为 8.16、11.01 亿元), 新增 2025 年盈利预测, 预计 2025 年公司归母净利润为 34.69 亿元, 2023-2025 年归母净利润同比分别增长 157.25%、47.50%、40.81%, 对应 EPS 分别为 13.56、20.00、28.16 元/股, 对应 PE 分别为 20、14、10 倍。维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 全球光伏装机不及预期; 原材料价格波动; 新业务拓展不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4710.24	13461.59	19342.02	26504.66
(+/-) (%)	75.88%	185.79%	43.68%	37.03%
归母净利润	649.29	1670.28	2463.63	3469.05
(+/-) (%)	132.27%	157.25%	47.50%	40.81%
每股收益(元)	5.27	13.56	20.00	28.16
P/E	52	20	14	10
ROE	32.80%	55.96%	50.17%	44.17%

资料来源: 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷  
 执业证书号: S1230521120004  
 zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨  
 执业证书号: S1230522040003  
 chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理: 尹仕昕  
 yinshixin@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 275.42
总市值(百万元)	33,931.74
总股本(百万股)	123.20

### 股票走势图



### 相关报告

- 《储能业务加速放量, 下半年盈利能力有望修复——固德威 2022 年半年报点评报告》 2022.09.10
- 《【浙商电新】固德威 (688390) 2021 年报及 2022 一季报点评: 光伏逆变器出货稳定增长, 布局分布式光伏系统业务》 2022.05.10

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4250	10022	15472	22701
现金	1577	2756	5050	8401
交易性金融资产	80	100	100	100
应收账款	725	1952	2872	4007
其它应收款	58	135	193	265
预付账款	74	191	273	374
存货	1579	4771	6833	9354
其他	157	118	150	200
<b>非流动资产</b>	1549	2047	2531	3001
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	40	40	40	40
固定资产	901	1476	1992	2477
无形资产	73	73	73	73
在建工程	153	84	61	54
其他	382	373	365	357
<b>资产总计</b>	5799	12068	18004	25702
<b>流动负债</b>	3290	8328	11799	16036
短期借款	50	0	0	0
应付款项	2442	7156	10250	14030
预收账款	0	0	0	0
其他	798	1171	1549	2005
<b>非流动负债</b>	228	52	72	92
长期借款	0	20	40	60
其他	228	32	32	32
<b>负债合计</b>	3518	8380	11871	16128
少数股东权益	24	7	(12)	(40)
归属母公司股东权益	2257	3681	6145	9614
<b>负债和股东权益</b>	5799	12068	18004	25702

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	874	2061	2915	4004
净利润	636	1654	2444	3442
折旧摊销	82	101	165	231
财务费用	(95)	(9)	(16)	(33)
投资损失	(13)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	1196	3590	2474	3012
其它	(932)	(3273)	(2151)	(2645)
<b>投资活动现金流</b>	(503)	(585)	(656)	(706)
资本支出	(541)	(600)	(650)	(700)
长期投资	10	(8)	0	0
其他	27	23	(6)	(6)
<b>筹资活动现金流</b>	(52)	(297)	36	53
短期借款	50	(50)	0	0
长期借款	0	20	20	20
其他	(102)	(267)	16	33
<b>现金净增加额</b>	320	1179	2295	3351

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4710	13462	19342	26505
营业成本	3182	9542	13667	18707
营业税金及附加	13	54	77	106
营业费用	339	808	1161	1590
管理费用	197	471	638	875
研发费用	348	713	1025	1325
财务费用	(95)	(9)	(16)	(33)
资产减值损失	(64)	(67)	(97)	(133)
公允价值变动损益	(4)	0	0	0
投资净收益	13	2	2	2
其他经营收益	23	20	20	20
<b>营业利润</b>	695	1837	2715	3823
营业外收支	(5)	1	1	1
<b>利润总额</b>	690	1837	2716	3824
所得税	54	184	272	382
<b>净利润</b>	636	1654	2444	3442
少数股东损益	(13)	(17)	(20)	(28)
<b>归属母公司净利润</b>	649	1670	2464	3469
EBITDA	758	1920	2845	3992
EPS (最新摊薄)	5.27	13.56	20.00	28.16

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	75.88%	185.79%	43.68%	37.03%
营业利润	134.46%	164.26%	47.80%	40.82%
归属母公司净利润	132.27%	157.25%	47.50%	40.81%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.46%	29.12%	29.34%	29.42%
净利率	13.51%	12.28%	12.64%	12.98%
ROE	32.80%	55.96%	50.17%	44.17%
ROIC	25.11%	44.16%	38.96%	34.97%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.66%	69.44%	65.94%	62.75%
净负债比率	2.17%	0.30%	0.38%	0.40%
流动比率	1.29	1.20	1.31	1.42
速动比率	0.81	0.63	0.73	0.83
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.99	1.51	1.29	1.21
应收账款周转率	9.92	11.94	9.83	9.64
应付账款周转率	2.97	3.74	2.94	2.89
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	5.27	13.56	20.00	28.16
每股经营现金	7.10	16.73	23.66	32.50
每股净资产	18.32	29.88	49.88	78.04
<b>估值比率</b>				
P/E	52.26	20.32	13.77	9.78
P/B	15.03	9.22	5.52	3.53
EV/EBITDA	50.67	16.20	10.13	6.38

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>