

# 固德威 (688390)

## 2023H1 点评: 功率上行带动盈利提升, 新业务逐步贡献增量

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 日

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

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyan@dwzq.com.cn

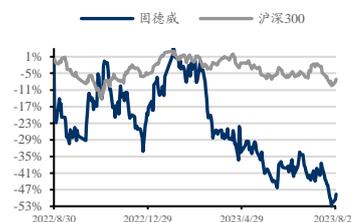
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,710	12,490	21,748	30,218
同比	76%	165%	74%	39%
归属母公司净利润 (百万元)	649	1,628	2,465	3,353
同比	132%	151%	51%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.76	9.42	14.26	19.40
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.87	15.10	9.97	7.33

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 营收 38.1 亿元, 同增 163%; 归母净利润 7.4 亿元, 同增 1256%; 扣非归母净利润 7.4 亿元, 同增 1451%; 毛利率为 35.6%, 同增 6.4pct。其中 2023Q2 营收 21.0 亿元, 同环增 161%/22%; 归母净利润 4.0 亿元, 同环增 794%/20%; 扣非归母净利润 4.1 亿元, 同环增 861%/23%; 毛利率为 32.7%, 同增 4.3pct, 环降 6.4pct, 业绩符合市场预期。
- **储能出货单台功率上行提升价值量及盈利、电池包贡献新增量。** 公司 2023H1 储能逆变器营收约 11.4 亿元, 占比约 30%, 出货约 11.94 万台, 同增 70%+; 其中 2023Q2 出货约 5.6 万台, 台数环降约 11%, 但单台功率提升至 10kw, 环增 16%, 带动单台价格升至 1 万元, 换算为单瓦价格环降约 5%, 我们预计毛利率环降约 2-3pct; 预计 2023 年全年储能出货达 20-30 万台, 同增 40%+; 2023H1 储能电池营收/出货约 6.8 亿元/0.24GWh, 其中我们预计 2023Q2 出货约 0.13GWh, 环增 20%, 全年我们预计营收约 20 亿元, 毛利率维持 20%+。
- **2023Q2 并网出货环比略降、新业务逐步放量。** 公司 2023H1 并网逆变器营收约 15 亿元, 占比约 40%, 出货约 30 万台, 同增 80%+, 其中 2023Q2 营收约为 8 亿元、出货约 14.6 万台, 环降 5%, 工商业及地面出货占比提升使得单台功率升至 25kw, 环增约 39%, 带动单台价格提升至 5500 元, 环增约 20%, 我们预计毛利率环降约 3pct。我们预计 2023 年全年并网出货 80 万台左右, 同增 70%+; 2023H1 户用系统营收约 3.6 亿元, 2023Q2 开始逐步放量, 实现营收约 3 亿元, 环比约翻 5 倍增长, 2023 年公司预计出货 1GW, 营收约 30 亿元, 逐步贡献业绩增量。
- **期间费率大幅下降、存货略有提升。** 2023Q2 公司期间费率 8.97%, 环降约 6pct, 主要系汇兑收益带动财务费率环降 5.3pct, 2023H1 经营性现金流为 7.06 亿元, 较去年同期增 7.41 亿元; 2023Q2 末存货/合同负债分别为 17.7/3.5 亿元, 存货主要系含 4 亿元未确收户用电站。
- **投资建议:** 考虑欧洲库存压力影响储能出货放缓, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16.3/24.7/33.5 亿元 (2023-2025 年前值为 18.9/28.6/37.9 亿元), 同增 151%/51%/36%, 考虑公司储能业务规模扩张, 给予 23 年 25 倍 PE, 对应目标价 235 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)	142.21
一年最低/最高价	129.95/414.88
市净率(倍)	8.65
流通 A 股市值(百万元)	16,132.41
总市值(百万元)	24,586.34

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.45
资产负债率(% ,LF)	59.18
总股本(百万股)	172.89
流通 A 股(百万股)	113.44

### 相关研究

《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!》

2023-04-27

《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

## 图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 38.14 亿元, 同比+162.61% (亿元, %)	4
图 2:	2023H1 归母净利润 7.41 亿元, 同比+1256.20% (亿元, %)	4
图 3:	2023Q2 营业收入 20.95 亿元, 同比+161.01%, 环比+21.85% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 4.04 亿元, 同比+794.45%, 环比+20.20% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、净利率分别为 35.55%、19.42% (%)	5
图 6:	2023Q2 毛利率、净利率分别为 32.68%、19.30% (%)	5
图 7:	2023H1 期间费用 4.46 亿元, 同比+17.68% (亿元, %)	6
图 8:	2023Q2 期间费用 1.88 亿元, 同比-4.20%, 环比-27.17% (亿元, %)	6
图 9:	2023H1 期间费用率 11.71%, 同比-14.42pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 8.98%, 同比-15.49pct, 环比-6.04pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 5.99 亿元, 同比+314.86%, 环比+456.88% (亿元, %)	7
图 12:	2023Q2 期末合同负债 3.5 亿元, 同比+91.86%, 环比-8.35% (亿元, %)	7
图 13:	2023Q2 期末存货 17.7 亿元, 同比+11.32%, 环比-4.43% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 9.45 亿元, 同比+240.53%, 环比+11.58% (亿元, %)	7
表 1:	2023H1 收入 38.14 亿元, 同比增长 162.61%; 归母净利润 7.41 亿元, 同比增长 1256.20% (单位: 亿元)	3

**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 38.14 亿元, 同比增长 162.61%; 实现利润总额 8.14 亿元, 同比增长 1948.64%; 实现归属母公司净利润 7.41 亿元, 同比增长 1256.20%; 实现扣非归母净利润 7.43 亿元, 同比增长 1451.34%。2023H1 毛利率为 35.55%, 同比上升 6.38pct, 2023H1 归母净利率为 19.42%, 同比上升 15.66pct; 2023H1 扣非归母净利率 19.48%, 同比上升 16.18pct。2023Q2 实现营业收入 20.95 亿元, 同比增长 161.01%, 环比增长 21.85%; 实现利润总额 4.34 亿元, 同比增长 1331.36%, 环比增长 14.40%; 实现归属母公司净利润 4.04 亿元, 同比增长 794.45%, 环比增长 20.20%; 实现扣非归母净利润 4.10 亿元, 同比增长 860.58%, 环比增长 23.00%。2023Q2 毛利率为 32.68%, 同比上升 4.28pct, 环比下降 6.36pct; 2023Q2 归母净利率为 19.30%, 同比上升 13.67pct, 环比下降 0.27pct; 2023Q2 扣非归母净利率 19.56%, 同比上升 14.24pct, 环比上升 0.18pct。

**表1: 2023H1 收入 38.14 亿元, 同比增长 162.61%; 归母净利润 7.41 亿元, 同比增长 1256.20% (单位: 亿元)**

固德威	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	38.14	14.52	162.61%	20.95	8.03	161.01%	17.19	21.85%
营业成本	24.58	10.29	138.97%	14.10	5.75	145.43%	10.48	34.57%
毛利率	35.6%	29.2%	+6.38pct	32.7%	28.4%	+4.28pct	39.0%	-6.36pct
营业利润	8.15	0.42	1844.53%	4.35	0.32	1239.08%	3.80	14.29%
利润总额	8.14	0.40	1948.64%	4.34	0.30	1331.36%	3.80	14.40%
归属母公司净利润	7.41	0.55	1256.20%	4.04	0.45	794.45%	3.36	20.20%
扣非归母净利润	7.43	0.48	1451.34%	4.10	0.43	860.58%	3.33	23.00%
归母净利率	19.4%	3.8%	+15.66pct	19.3%	5.6%	+13.67pct	19.6%	-0.27pct
扣非归母净利率	19.5%	3.3%	+16.18pct	19.6%	5.3%	+14.24pct	19.4%	+0.18pct
股本	1.72	1.23	-	1.72	1.23	-	1.23	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 38.14 亿元, 同比+162.61% (亿元, %)



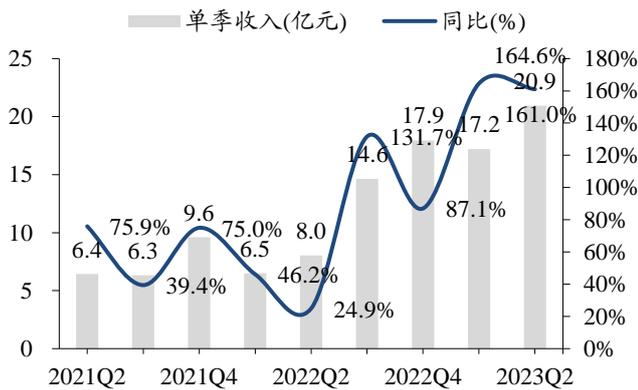
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 7.41 亿元, 同比+1256.20% (亿元, %)



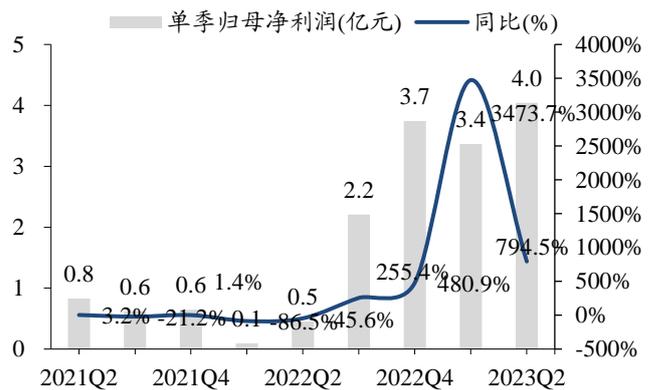
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 20.95 亿元, 同比+161.01%, 环比+21.85% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 4.04 亿元, 同比+794.45%, 环比+20.20% (亿元, %)



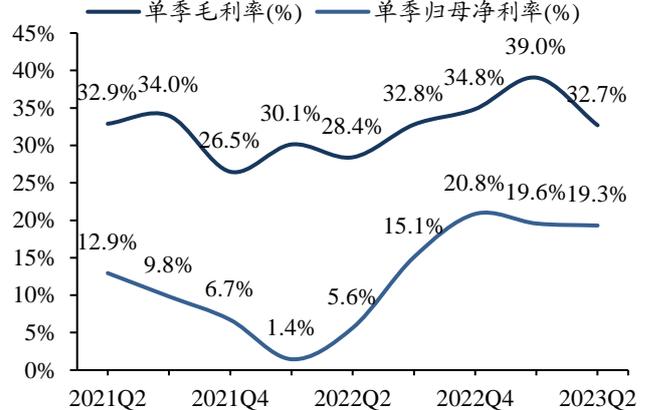
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 35.55%、19.42% ( % )



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 32.68%、19.30% ( % )



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**储能出货单台功率上行提升价值量及盈利、电池包贡献新增量。**公司 2023H1 储能逆变器营收约 11.4 亿元，占比约 30%，出货约 11.94 万台，同增 70%+；其中 2023Q2 出货约 5.6 万台，台数环降约 11%，但单台功率提升至 10kw，环增 16%，带动单台价格升至 1 万元，换算为单瓦价格环降约 5%，我们预计毛利率环降约 2-3pct；预计 2023 年全年储能出货达 20-30 万台，同增 40%+；2023H1 储能电池营收/出货约 6.8 亿元/0.24GWh，其中我们预计 2023Q2 出货约 0.13GWh，环增 20%，全年我们预计营收约 20 亿元，毛利率维持 20%+。

**2023Q2 并网出货环比略降、新业务逐步放量。**公司 2023H1 并网逆变器营收约 15 亿元，占比约 40%，出货约 30 万台，同增 80%+，其中 2023Q2 营收约为 8 亿元、出货约 14.6 万台，环降 5%，工商业及地面出货占比提升使得单台功率升至 25kw，环增约 39%，带动单台价格提升至 5500 元，环增约 20%，我们预计毛利率环降约 3pct。我们预计 2023 年全年并网出货 80 万台左右，同增 70%+；2023H1 户用系统营收约 3.6 亿元，2023Q2 开始逐步放量，实现营收约 3 亿元，环比约翻 5 倍增长，2023 年公司预计出货 1GW，营收约 30 亿元，逐步贡献业绩增量。

**期间费率大幅下降、存货略有提升。**2023Q2 公司期间费率 8.97%，环降约 6pct，主要系汇兑收益带动财务费率环降 5.3pct，2023H1 经营性现金流为 7.06 亿元，较去年同期增 7.41 亿元；2023Q2 末存货/合同负债分别为 17.7/3.5 亿元，存货主要系含 4 亿元未确收户用电站。

**H1 期间费用同比增长，费用率同比下降。**公司 2023H1 期间费用合计 4.46 亿元，同比增长 17.68%；期间费用率为 11.71%，同比下降 14.42pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 48.98%、上升 57.61%、上升 40.00%、下降 2633.19%至 2.2 亿元、1.31 亿元、2.14 亿元、-1.19 亿元；费用率分别下降 4.4、下降 2.29、下降 4.91、下降 2.81 个

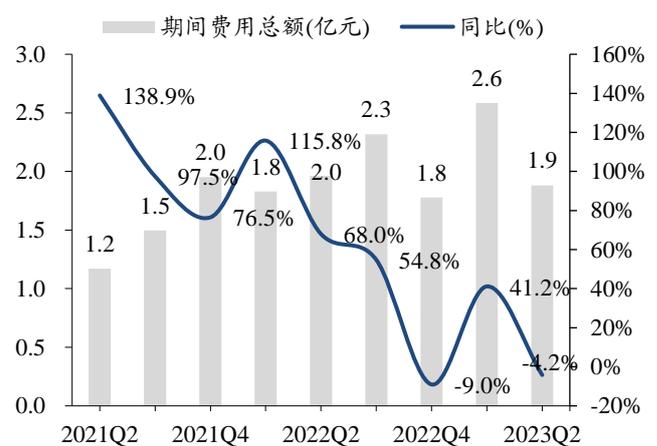
百分点至 5.76%、3.44%、5.61%、-3.11%。公司 2023Q2 期间费用合计 1.88 亿元，同比下降 4.20%，环比下降 27.17%；期间费用率为 8.98%，同比下降 15.49pct，环比下降 6.04pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 48.44%、上升 52.27%、上升 36.19%、下降 729.72%至 1.18 亿元、0.7 亿元、1.16 亿元、-1.15 亿元；费用率分别同比下降 4.27、下降 2.39、下降 5.06、下降 3.78 个百分点至 5.62%、3.34%、5.52%、-5.51%。

图7: 2023H1 期间费用 4.46 亿元, 同比+17.68% (亿元, %)



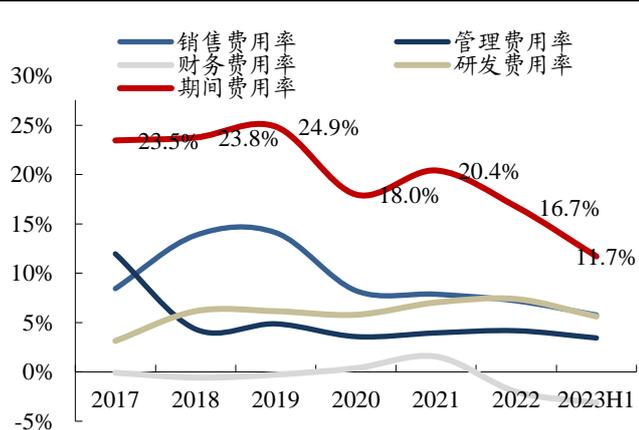
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 1.88 亿元, 同比-4.20%, 环比-27.17% (亿元, %)



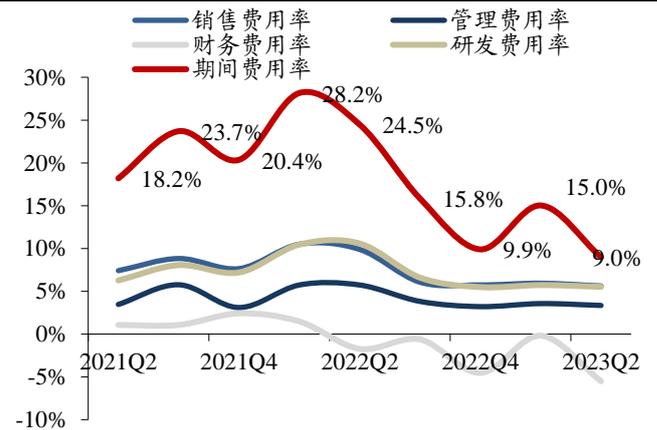
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 11.71%, 同比-14.42pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q2 期间费用率 8.98%, 同比-15.49pct, 环比-6.04pct (%)

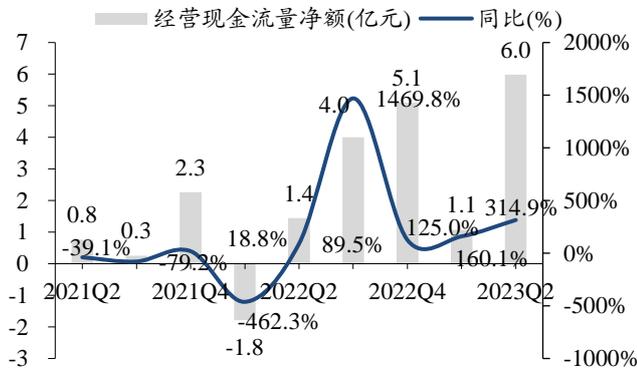


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

现金流入同比高增, 应收账款同比增长。2023H1 经营活动现金流量净流入 7.06 亿元, 同比增长 2134.92%。销售商品取得现金 35.35 亿元, 同比增长 112.98%。期末合同

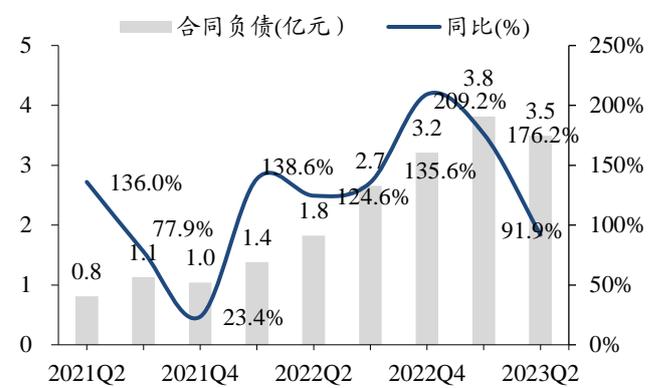
负债 3.5 亿元，同比增长 91.86%。期末应收账款 9.45 亿元，同比增长 240.53%。应收账款周转天数同比上升 0.96 天至 37.38 天。期末存货 17.7 亿元，同比上升 11.32%。存货周转天数同比下降 90.95 天至 123.47 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 5.99 亿元，同比增长 314.86%，环比增长 456.88%。销售商品取得现金 21.59 亿元，同比增长 117.26%，环比增长 56.85%。期末合同负债 3.5 亿元，同比增长 91.86%，环比下降 8.35%。期末应收账款 9.45 亿元，同比增长 240.53%，环比增长 11.58%。应收账款周转天数同比上升 0.96 天至 37.38 天。期末存货 17.7 亿元，同比上升 11.32%，环比下降 4.43%。存货周转天数同比下降 90.95 天至 123.47 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 5.99 亿元, 同比+314.86%, 环比+456.88% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 3.5 亿元, 同比+91.86%, 环比-8.35% (亿元, %)



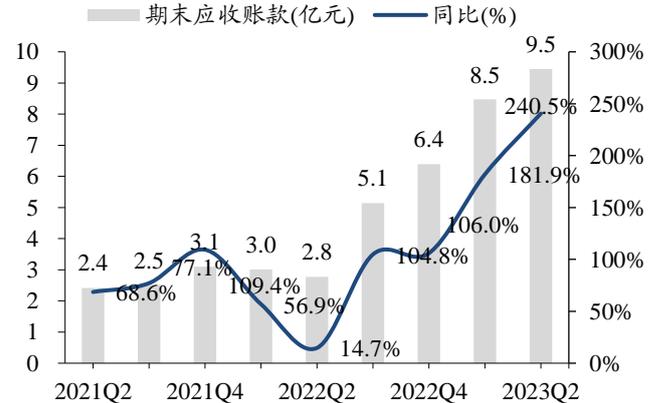
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 17.7 亿元, 同比+11.32%, 环比-4.43% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 9.45 亿元, 同比+240.53%, 环比+11.58% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**投资建议:** 考虑欧洲库存压力影响储能出货放缓, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16.3/24.7/33.5 亿元(2023-2025 年前值为 18.9/28.6/37.9 亿元), 同增 151%/51%/36%,

考虑公司储能业务规模扩张，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 235 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>11,608</b>	<b>21,087</b>	<b>31,026</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,710</b>	<b>12,490</b>	<b>21,748</b>	<b>30,218</b>
货币资金及交易性金融资产	1,657	2,071	4,420	6,920	营业成本(含金融类)	3,182	8,986	16,134	22,838
经营性应收款项	804	4,668	8,012	11,904	税金及附加	13	75	130	181
存货	1,579	4,449	7,991	11,312	销售费用	339	687	1,066	1,330
合同资产	7	18	32	45	管理费用	197	412	652	846
其他流动资产	204	403	632	845	研发费用	348	649	1,000	1,269
<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)	(163)	(23)	(44)
长期股权投资	40	46	48	52	加:其他收益	23	62	68	76
固定资产及使用权资产	937	1,006	1,074	1,142	投资净收益	13	6	22	35
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>1,877</b>	<b>2,842</b>	<b>3,864</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>13,287</b>	<b>22,911</b>	<b>32,977</b>	<b>利润总额</b>	<b>690</b>	<b>1,874</b>	<b>2,838</b>	<b>3,861</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,290</b>	<b>9,166</b>	<b>16,350</b>	<b>23,095</b>	减:所得税	54	262	397	541
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>1,612</b>	<b>2,441</b>	<b>3,320</b>
经营性应付款项	2,442	6,898	12,386	17,532	减:少数股东损益	(13)	(16)	(24)	(33)
合同负债	321	907	1,629	2,306	<b>归属母公司净利润</b>	<b>649</b>	<b>1,628</b>	<b>2,465</b>	<b>3,353</b>
其他流动负债	450	1,134	1,958	2,731	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.76	9.42	14.26	19.40
非流动负债	228	228	228	228	EBIT	600	1,680	2,764	3,754
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	682	1,801	2,904	3,915
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.46	28.05	25.81	24.42
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	13.78	13.03	11.34	11.10
其他非流动负债	207	207	207	207	收入增长率(%)	75.88	165.17	74.12	38.95
<b>负债合计</b>	<b>3,518</b>	<b>9,394</b>	<b>16,577</b>	<b>23,322</b>	归母净利润增长率(%)	132.27	150.74	51.44	36.02
归属母公司股东权益	2,257	3,886	6,351	9,704					
少数股东权益	24	8	(17)	(50)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,281</b>	<b>3,893</b>	<b>6,334</b>	<b>9,654</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,799</b>	<b>13,287</b>	<b>22,911</b>	<b>32,977</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	515	2,478	2,622	每股净资产(元)	18.32	31.54	51.55	78.77
投资活动现金流	(503)	(247)	(268)	(255)	最新发行在外股份(百万股)	173	173	173	173
筹资活动现金流	(52)	145	140	134	ROIC(%)	27.16	44.34	43.74	38.14
现金净增加额	380	414	2,349	2,501	ROE-摊薄(%)	28.76	41.90	38.82	34.56
折旧和摊销	82	121	140	161	资产负债率(%)	60.66	70.70	72.35	70.72
资本开支	(486)	(233)	(272)	(271)	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.87	15.10	9.97	7.33
营运资本变动	176	(1,739)	(726)	(1,447)	P/B(现价)	7.76	4.51	2.76	1.81

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>