

2020 年报点评：逆变器海外市场盈利强势， 储能进军系统高增开启

买入（维持）

2021 年 04 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1589.08	2785.57	3861.81	5069.42
同比（%）	68.1%	75.3%	38.6%	31.3%
归母净利润（百万元）	260.29	447.56	629.21	887.92
同比（%）	153.2%	71.9%	40.6%	41.1%
每股收益（元/股）	2.96	5.09	7.15	10.09
P/E（倍）	65.83	38.28	27.23	19.30

投资要点

- **20 年归母净利润 2.6 亿元，同增 153.16%，超预期：**公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 15.89 亿元，同增 68.09%；实现归母净利润 2.60 亿元，同增 153.16%，其中 2020Q4，实现营业收入 5.48 亿元，环比增加 21.02%，同比增加 141.16%，实现归母净利润 0.64 亿元，环比下降 19.29%，同比增加 136.89%。利润的大幅增长得益于公司逆变器出货、海外占比持续高增，同时经营管理水平显著提升。公司利润 2.6 亿，超出此前业绩预增中值 2.53 亿，超预期。
- **逆变器出货、海外占比持续高增，海外盈利能力持续强劲：**公司逆变器出货 35.2 万台，预计对应约 5GW 出货，同增 140.5%，其中国内出货约 50-60%，海外出货约 40-50%；从收入区域看，海外占比约 70%，同比提升约 4pct，其中欧洲、美洲、亚洲（除中国）分别占 29%、13%、13%。从毛利看，国内毛利仅占比 13%，海外毛利占比 87%，公司盈利主要在海外。测算公司并网逆变器平均单价约 0.3 元/W，同比下降约 18%，主要原因在于国内单价下降较快，测算国内单价约 0.16-0.18 元/W，海外 0.45-0.47 元/W；20 年并网逆变器整体毛利率约 37%，同比下降约 4pct，主要原因在于国内毛利率下降较快，20 年国内毛利率仅 17%左右，同比下降约 8pct，海外毛利率 47-48%，同比下降 1-2 pct，持续维持高盈利能力。
- **储能优质赛道，公司领先抢跑：**随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，据 BNEF 预计，21 年储能装机达到 9.7GW/19.9GWH，同比增长 83%，中国储能到 2025 年累计装机目标 30GW（20 年 3.3GW），五年 9 倍空间，储能行业高增长开启。公司储能业务率先布局，户用储能市占率 15%位列世界第一，同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能，具备得天独厚的优势。
- **重视研发与品牌，公司硕果颇丰：**研发方面，2020 年公司研发费用 0.92 亿元，同比增长 58.18%，研发费用率 5.79%，同比降低 0.36pct。截至 2020 年底，公司拥有已授权知识产权 98 项，其中 2020 年新增已授权知识产权 24 项。品牌建设方面，2020 年公司荣获“2020 光伏行业-分布式光伏”、“中国好光伏 2020 年度-光伏逆变器技术突破奖”、“CREC 2020 中国十大分布式光伏逆变器品牌”、“北极星杯 2020 年度-影响力光储融合解决方案企业”等荣誉。
- **盈利预测与投资评级：**基于 21 年行业竞争加剧的考虑，我们略微下调公司 21-22 年盈利预测。我们预计公司 21-23 年业绩 4.48 亿元、6.29 亿元、8.88 亿元（前值 21 年 4.89 亿，22 年 6.65 亿），同比+71.9%，+40.6%，+41.1%，EPS 分别为 5.09、7.15、10.09 元每股，目标价 280 元，对应 21 年 55X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	194.70
一年最低/最高价	104.00/375.82
市净率(倍)	11.76
流通 A 股市值(百万元)	4078.07

基础数据

每股净资产(元)	16.55
资产负债率(%)	43.09
总股本(百万股)	88.00
流通 A 股(百万股)	20.95

相关研究

- 1、《固德威 (688390)：首次股权激励实施，逆变器+储能高增长开启》2021-04-03
- 2、《固德威 (688390)：组串新贵，储能龙头》2020-12-23

20 年归母净利润 2.6 亿元，同增 153.16%，超预期：公司发布 2020 年年报，20 年实现营业收入 15.89 亿元，同增 68.09%；实现归母净利润 2.60 亿元，同增 153.16%，其中 2020Q4，实现营业收入 5.48 亿元，环比增加 21.02%，同比增加 141.16%，实现归母净利润 0.64 亿元，环比下降 19.29%，同比增加 136.89%。利润的大幅增长得益于公司逆变器出货、海外占比持续高增，同时经营管理水平显著提升。公司利润 2.6 亿，超出此前业绩预增中值 2.53 亿，超预期。

表 1：固德威 2020 年季度财务数据

单位：百万元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	222.76	365.18	452.96	548.18
归母净利润	37.52	80.55	78.70	63.52
扣非归母净利润	36.35	76.55	67.03	60.73
经营活动现金流量净额	1.98	125.00	122.36	190.42
归母净利率	16.84%	22.06%	17.37%	11.59%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看：

1) 光伏并网逆变器业务：销售收入 13.64 亿元，同比增长 79.38%，毛利率 37.09%，同比-3.93pct。

2) 光伏储能逆变器业务：销售收入 1.59 亿元，同比增长 46.60%，毛利率 50.76%，同比-1.88pct。

3) 其他业务：销售收入 0.60 亿元，同比减少 17.99%，毛利率 14.80%，同比-2.75pct。

表 2：2020 年固德威收入、毛利率情况

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	成本同比 (%)	毛利率比上年增减
分行业						
光伏行业	15.83	9.88	37.61%	68.00%	76.24%	-2.91pct
分产品						
光伏并网逆变器	13.64	8.58	37.09%	79.38%	91.36%	-3.93pct
光伏储能逆变器	1.59	0.78	50.76%	46.60%	52.42%	-1.88pct
其他	0.60	0.51	14.80%	-17.99%	-15.26%	-2.75pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

逆变器出货、海外占比持续高增，海外盈利能力持续强劲：公司逆变器出货 35.2 万台，预计对应约 5GW 出货，同增 140.5%，其中国内出货约 50-60%，海外出货约 40-

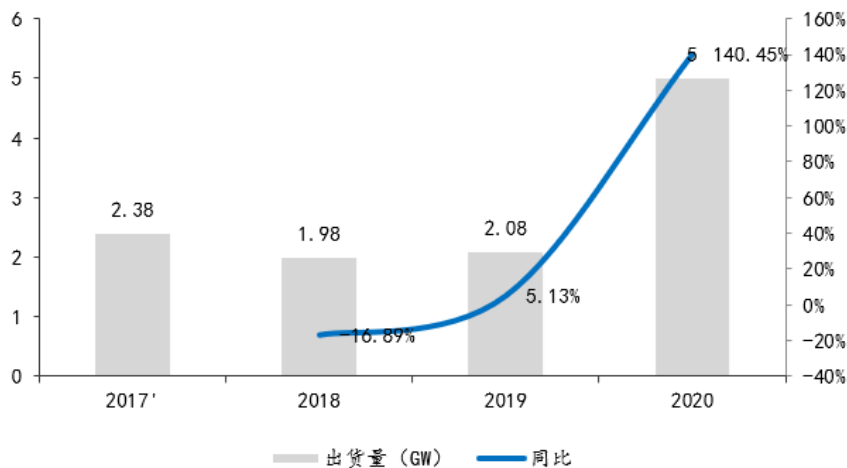
50%；从收入区域看，海外占比约 70%，同比提升约 4pct，其中欧洲、美洲、亚洲（除中国）分别占 29%、13%、13%。从毛利看，国内毛利仅占比 13%，海外毛利占比 87%，公司盈利主要在海外。测算公司并网逆变器平均单价约 0.3 元/W，同比下降约 18%，主要原因在于国内单价下降较快，测算国内单价约 0.16-0.18 元/W，海外 0.45-0.47 元/W；20 年并网逆变器整体毛利率约 37%，同比下降约 4pct，主要原因在于国内毛利率下降较快，20 年国内毛利率仅 17%左右，同比下降约 8pct，海外毛利率 47-48%，同比下降 1-2 pct，持续维持高盈利能力。

表 3：2020 年固德威逆变器销售收入&毛利率地区分布情况

地区	销售收入 (万元)	占比	销售毛利率 (%)	毛利 (万元)	占比
中国大陆	45962.25	30.18%	17.08%	7850.35	13.39%
欧洲	44338.32	29.12%	52.18%	23135.74	39.45%
美洲	20479.88	13.45%	48.40%	9912.26	16.90%
亚洲 (除中国大陆)	20057.92	13.17%	43.59%	8743.25	14.91%
其他	21437.23	14.08%	41.99%	9001.49	15.35%
海外合计	106313.35	69.82%	47.78%	50796.52	86.62%
总计	152275.6	100.00%	38.51%	58641.33	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：公司逆变器出货量及同比

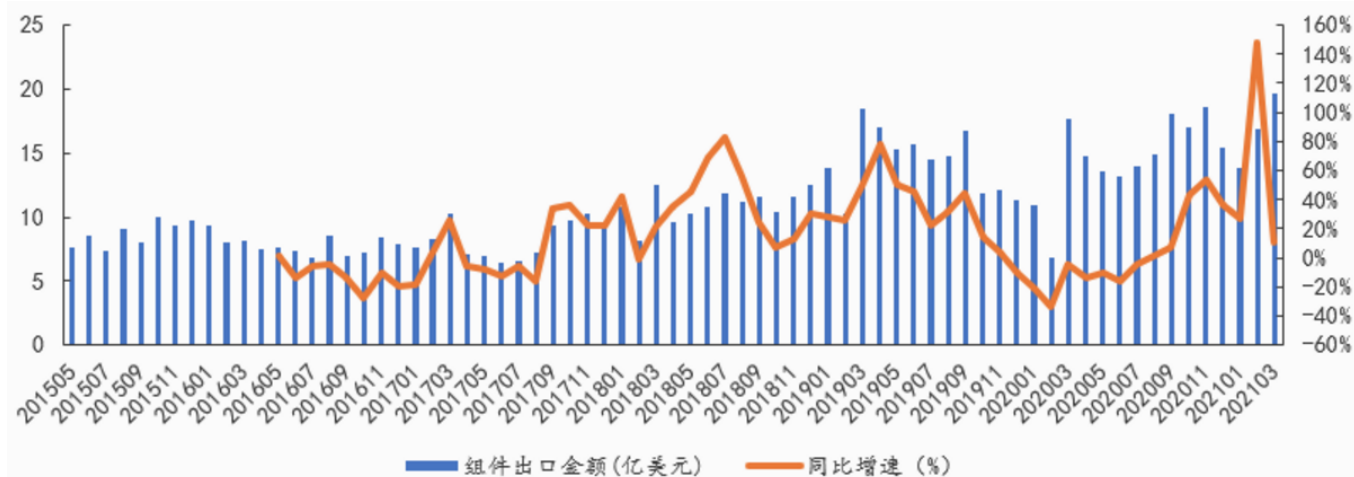


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年受益出货高增公司市占率提升，预计 21 年海外持续高增，公司市占率持续提升：20 年疫情加速行业集中，公司逆变器加速出海抢占市场份额，逆变器出货量同比增长 141%至约 5GW，公司全球市占率快速增长约 2.2 pct 至 3.8%。

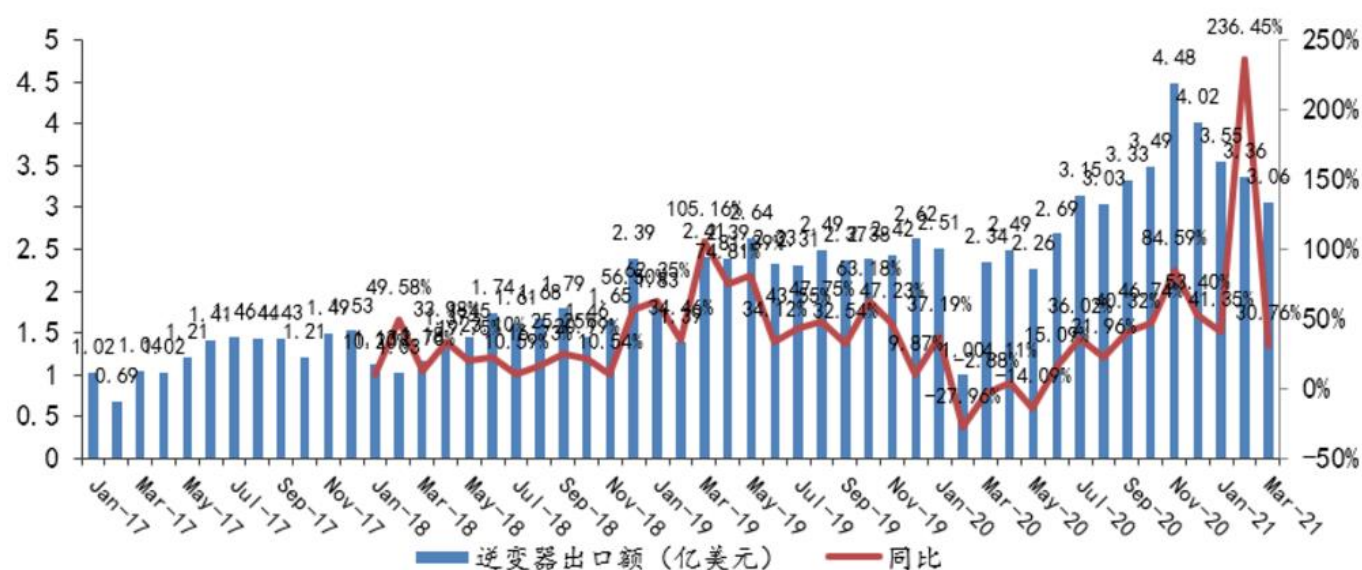
据海关总署，2021年1-3月逆变器出口金额9.97亿美元，同增70%；2021年1-3月组件出口金额50.50亿美元，同增42%；出口数据同比均大增，印证海外需求向好，同时逆变器出口金额增速显著快于组件，国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，预计21年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器经销为主，全球化布局，海外销售国家数、销售商及安装实例分别为37、144、489，均为行业顶尖水平，将充分受益于国内逆变器出海的大趋势；明年看重点突破美国、日本等增量市场，同时逆变器业务向大型地面电站拓展；预计21年市占率有望持续提升。

图 1：组件出口金额（亿美元）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

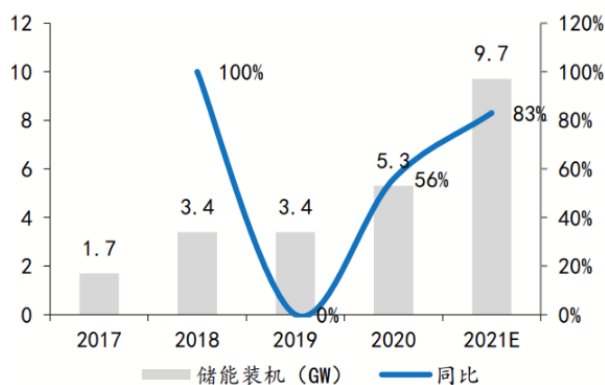
图 2：逆变器出口金额（光伏风电等逆变器，亿美元）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

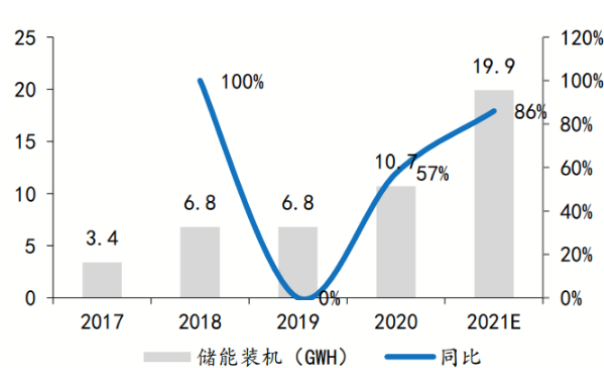
储能优质赛道,公司领先抢跑:随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近,以及平价后全球光伏渗透率提升,储能平滑发电的重要性凸显,据BNEF预计,21年储能装机达到9.7GW/19.9GWH,同比增长83%,同时能源局近期出台了《关于加快推动新型储能发展的指导意见(征求意见稿)》,中国储能到2025年累计装机目标30GW(20年3.3GW),五年9倍空间,储能行业高速增长开启。公司储能业务率先布局,户用储能市占率15%位列世界第一,同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能,具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量(贵约0.7-0.9元/W)和毛利率(50%+)更高,同时21年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务,整个业务体量有很大提升,未来有望进一步提升公司盈利能力。

图 3: 全球储能年度新增装机规模 (GW)



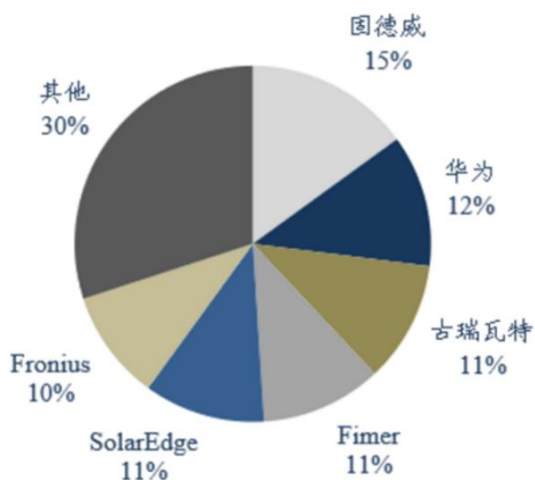
数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图 4: 全球储能年度装机规模 (GWH)



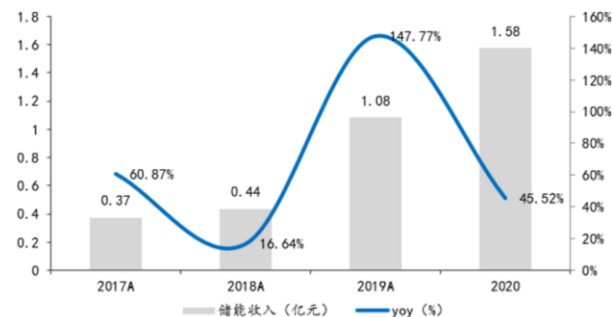
数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图 5: 2019 年公司户用储能逆变器市占率第一



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

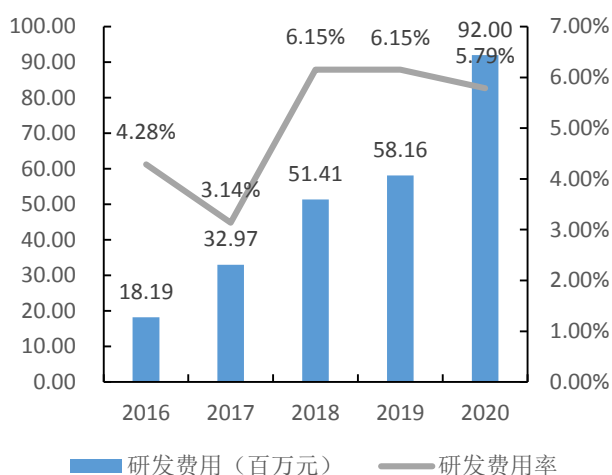
图 6: 公司储能收入及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重视研发与品牌，公司硕果颇丰：研发方面，2020 年公司研发费用 0.92 亿元，同比增长 58.18%，研发费用率 5.79%，同比降低 0.36pct。截至 2020 年底，公司拥有已授权知识产权 98 项，其中 2020 年新增已授权知识产权 24 项。品牌建设方面，2020 年公司荣获“2020 光伏行业-分布式光伏”、“中国好光伏 2020 年度-光伏逆变器技术突破奖”、“CREC 2020 中国十大分布式光伏逆变器品牌”、“北极星杯 2020 年度-影响力光储融合解决方案企业”等荣誉。

图 8：公司研发费用及研发费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2020 年研发成果

	2020 年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	22	4	106	31
实用新型专利	21	13	76	48
外观设计专利	2	0	9	6
软件著作权	8	7	14	13
合计	53	24	205	98

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理、研发费用上升，销售、财务费用下降：公司 20 年费用同增 21.58%至 2.86 亿元，期间费用率下降 6.88 个百分点至 17.98%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 1.94%、上升 23.46%、上升 58.19%、下降 327.52%至 1.31 亿元、0.57 亿元、0.92 亿元、0.06 亿元；费用率分别下降 5.88、下降 1.29、下降 0.36、上升 0.66 个百分点至 8.23%、3.58%、5.79%、0.38%。管理费用上升主要系公司规模扩大，管理人员增加所致。20 年因美元贬值影响，汇兑损失约 837 万元（去年同期为-350 万元）。

表 4: 固德威 2020 年费率情况

	2020	2019	同比增长	20Q4	19Q4	同比增长	2020 费用率	2019 费用率	同比增长	20Q4 费用率	19Q4 费用率	同比增长
期间费用 (亿元)	2.86	2.35	21.58%	2.10	1.77	18.73%	17.98%	24.85%	-6.88%	18.47%	27.16%	-8.69%
销售费用 (亿元)	1.31	1.33	-1.94%	0.94	1.01	-7.15%	8.23%	14.11%	-5.88%	8.27%	15.55%	-7.28%
管理费用 (亿元)	0.57	0.46	23.46%	0.43	0.35	22.04%	3.58%	4.87%	-1.29%	3.76%	5.38%	-1.62%
研发费用 (亿元)	0.92	0.58	58.19%	0.70	0.42	67.10%	5.79%	6.15%	-0.36%	6.18%	6.46%	-0.28%
财务费用 (亿元)	0.06	-0.03	327.52%	0.03	-0.01	309.13%	0.38%	-0.28%	0.66%	0.26%	-0.22%	0.48%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020 年经营活动现金流量净流入 4.40 亿元, 同比增长 190.70%, 其中 Q4 经营活动现金流量净额 1.9 亿元; 销售商品取得现金 13.41 亿元, 同比增长 51.28%。期末预收款项 0.84 亿元, 比年初增长 310.0%。期末应收账款 1.48 亿元, 较期初增长 0.34 亿元, 应收账款周转天数下降 12.39 天至 29.73 天。期末存货 3.5 亿元, 较期初上升 1.65 亿元; 存货周转天数下降 4.39 天至 96.88 天。存货大增主要系随着销售收入增加战略性备货所致, 预收大增主要原因是主要系公司经营规模扩大, 订单量变大所致; 现金流大幅增加主要系 20 年销售收款增加所致。

盈利预测与投资评级: 基于 21 年行业竞争加剧的考虑, 我们略微下调公司 21-22 年盈利预测。我们预计公司 21-23 年业绩 4.48 亿元、6.29 亿元、8.88 亿元 (前值 21 年 4.89 亿, 22 年 6.65 亿), 同比+71.9%, +40.6%, +41.1%, EPS 分别为 5.09、7.15、10.09 元每股, 目标价 280 元, 对应 21 年 55X, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,187	2,734	3,809	4,836	营业收入	1,589	2,786	3,862	5,069
现金	1,088	1,397	2,197	2,862	减:营业成本	992	1,731	2,428	3,169
应收账款	148	312	326	511	营业税金及附加	10	17	24	31
存货	350	145	549	357	营业费用	131	251	328	406
其他流动资产	601	880	737	1,106	管理费用	57	251	328	406
非流动资产	372	523	649	797	财务费用	6	5	12	14
长期股权投资	26	16	8	0	资产减值损失	-7	0	0	0
固定资产	275	393	510	655	加:投资净收益	-5	-8	-6	-6
在建工程	7	44	56	65	其他收益	1	0	0	1
无形资产	31	36	41	45	营业利润	302	523	736	1,038
其他非流动资产	33	33	33	32	加:营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	2,560	3,257	4,458	5,633	利润总额	303	524	736	1,039
流动负债	1,076	1,324	1,906	2,206	减:所得税费用	44	79	110	156
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-3	-4	-5
应付账款	556	525	992	989	归属母公司净利润	260	448	629	888
其他流动负债	520	798	914	1,218	EBIT	270	486	682	963
非流动负债	27	31	35	39	EBITDA	270	519	729	1,026
长期借款	0	4	8	12					
其他非流动负债	27	27	27	27	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,103	1,355	1,941	2,245	每股收益(元)	2.96	5.09	7.15	10.09
少数股东权益	-0	-3	-6	-11	每股净资产(元)	16.55	21.64	28.68	38.63
归属母公司股东权益	1,457	1,904	2,524	3,399	发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
负债和股东权益	2,560	3,257	4,458	5,633	ROIC(%)	15.8%	21.6%	22.9%	24.0%
					ROE(%)	17.8%	23.4%	24.9%	26.1%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	37.6%	37.9%	37.1%	37.5%
经营活动现金流	440	499	997	902	销售净利率(%)	16.4%	16.1%	16.3%	17.5%
投资活动现金流	-729	-191	-179	-216	资产负债率(%)	43.1%	41.6%	43.5%	39.9%
筹资活动现金流	732	0	-18	-21	收入增长率(%)	68.1%	75.3%	38.6%	31.3%
现金净增加额	433	309	800	664	净利润增长率(%)	153.2%	71.9%	40.6%	41.1%
折旧和摊销	0	33	46	62	P/E	65.83	38.28	27.23	19.30
资本开支	129	160	135	156	P/B	11.76	9.00	6.79	5.04
营运资本变动	0	9	307	-63	EV/EBITDA	58.45	29.81	20.13	13.65

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>