

2021年04月28日

## 固德威 21Q1 报点评：毛利率环比明显改善，业绩超预期

买入（维持）

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

- **21Q1 年归母净利润 0.7 亿元，同增 86.40%，超市场预期：**公司发布 2021 年一季报，2021Q1 实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 99.60%。实现归属母公司净利润 0.70 亿元，同比增长 86.40%，环比增长 10.1%。Q1 毛利率 37.80%，同比下降 7.55pct，环比上升 3.15pct。Q1 归母净利率 15.70%，同比下降 1.11pct，环比上升 4.14pct，整体业绩超市场预期。
- **逆变器海外占比提升，毛利率改善：**公司 Q1 逆变器出货约 9 万台，按单台 15kW 测算约 1.35GW，环比下降约 20%，同比大增 150%+，主要原因在于 Q1 国内海外户用均增长较快，测算平均单价 0.29-0.3 元/W。整体毛利率约 37.8%，环比+3.14pct，主要原因在于：1) 20 年全年大客户返利均于 Q4 冲减收入致 Q4 毛利率偏低，21 年起返利均摊至每个季度；2) 海外收入占比提升，Q1 海外约占 75%；Q1 海外毛利率 45-47%，维持高盈利水平。Q1 公司存货 4.5 亿元，环比增长约 30%，其中约 70% 左右为库存逆变器，保障 Q2 出货。
- **21 年 Q1 逆变器/组件出口均同比大增，海外需求旺盛出口加速：**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，我们预计 21 年逆变器板块将继续受益出口高速增长。公司逆变器经销为主，全球化布局，海外销售 37 个国家、144 个销售商及 489 个安装实例，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；我们预计 21 年全球销量市占率有望持续提升。
- **储能优质赛道，公司领先抢跑：**21Q1 公司储能逆变器出货约 1 万台左右，测算约 40-50MW，对应收入约 0.45 亿元，测算单瓦价格约 1.0-1.1 元/W，毛利率仍维持约 50%。公司储能业务率先布局，户用储能销量市占率 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。
- **公司 2021Q1 费用同比增长 68.68% 至 0.85 亿元，期间费用率下降 3.49 个百分点至 19.08%。**其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比增长 56.25%、增长 87.97%、增长 105.36%、增长 19.15% 至 0.34 亿元、0.46 亿元、0.28 亿元、0.05 亿元；费用率分别下降 2.13pct、下降 0.64 pct、增长 0.18 pct、下降 0.73 pct 至 7.68%、10.32%、6.37%、1.08%。销售费用增长主要系公司经营规模扩大导致薪酬支出和宣传推广费增加所致；管理费用增长主要系公司经营规模扩大导致薪酬支出增加所致；研发费用增长主要系公司引进研发人才，增加研发项目投入所致。
- **公司 2021Q1 经营活动净现金流量净流出-0.32 亿元，同比下降-1706.28%。**期末预收款项 0.58 亿元，较期初减少 0.26 亿元。期末应收账款 1.91 亿元，较期初增加 0.43 亿元，应收账款周转天数增加 4.65 天至 34.38 天。期末存货 4.52 亿元，较期初增加 1.03 亿元。存货周转天数增加 33.65 天至 130.53 天。经营活动净现金流量大幅减少主要系公司经营规模扩大，支付给职工的现金大幅增加所致；预收款项减少主要系合同负债减少及 2020 年销售返利兑现所致。应收账款增加主要系其他应收款中招标保证金增加所致。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 21-23 年归母净利润预测 4.48 亿元、6.29 亿元、8.88 亿元，同比 +71.9%、+40.6%、+41.1%，对应 21-23 年 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：**竞争加剧，政策不及预期等

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	241.01
一年最低/最高价	104.00/375.82
市净率(倍)	13.89
流通 A 股市值(百万元)	5048.06

### 基础数据

每股净资产(元)	17.35
资产负债率(%)	43.98
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)：2020 年报点评：逆变器海外市场盈利强势，储能进军系统高增长开启》2021-04-23
- 2、《固德威 (688390)：首次股权激励实施，逆变器+储能高速增长开启》2021-04-03
- 3、《固德威 (688390)：组串新贵，储能龙头》2020-12-23

**21Q1 年归母净利润 0.7 亿元，同增 86.40%，超市场预期：**公司发布 2021 年一季报，2021Q1 实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 99.60%。实现归属母公司净利润 0.70 亿元，同比增长 86.40%，环比增长 10.1%。Q1 毛利率 37.80%，同比下降 7.55pct，环比上升 3.15pct。Q1 归母净利率 15.70%，同比下降 1.11pct，环比上升 4.14pct，整体业绩超市场预期。

**表 1：公司 21Q1 收入 4.45 亿元，同比增长 99.60%；归母净利润 0.7 亿元，同比增长 86.40%（亿元）**

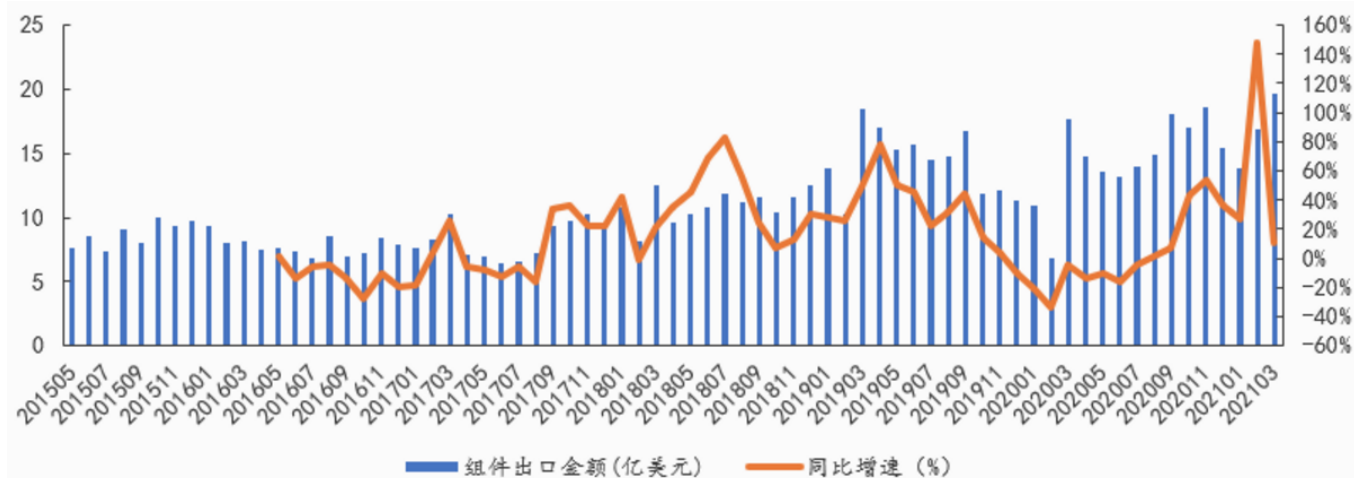
固德威	2020 年	2019 年	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	环比
营业收入	15.89	9.45	68.1%	4.45	2.23	99.6%	5.48	-18.9%
毛利率	37.6%	40.5%	-2.90pct	37.8%	45.4%	-7.55pct	34.7%	3.15pct
营业利润	3.02	1.22	148.4%	0.81	0.46	75.0%	0.73	10.8%
利润总额	3.03	1.22	148.8%	0.81	0.46	76.1%	0.73	11.1%
归属母公司净利润	2.60	1.03	153.2%	0.70	0.38	86.4%	0.64	10.1%
归母净利率	16.4%	10.9%	5.50pct	15.7%	16.8%	-1.11pct	11.6%	4.14pct
股本	0.88	0.66	-	0.88	0.66	-	0.88	-
EPS	2.96	1.56	89.9%	0.79	0.57	39.8%	0.72	10.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**逆变器海外占比提升，毛利率改善：**公司 Q1 逆变器出货约 9 万台，按单台 15kW 测算约 1.35GW，环比下降约 20%，同比大增 150%+，主要原因在于 Q1 国内海外户用均增长较快，测算平均单价 0.29-0.3 元/W。整体毛利率约 37.8%，环比+3.14pct，主要原因在于：1) 20 年全年大客户返利均于 Q4 冲减收入致 Q4 毛利率偏低，21 年起返利均摊至每个季度；2) 海外收入占比提升，Q1 海外约占 75%；Q1 海外毛利率 45-47%，维持高盈利水平。Q1 公司存货 4.5 亿，环比增长约 30%，其中约 70%左右为库存逆变器，保障 Q2 出货。

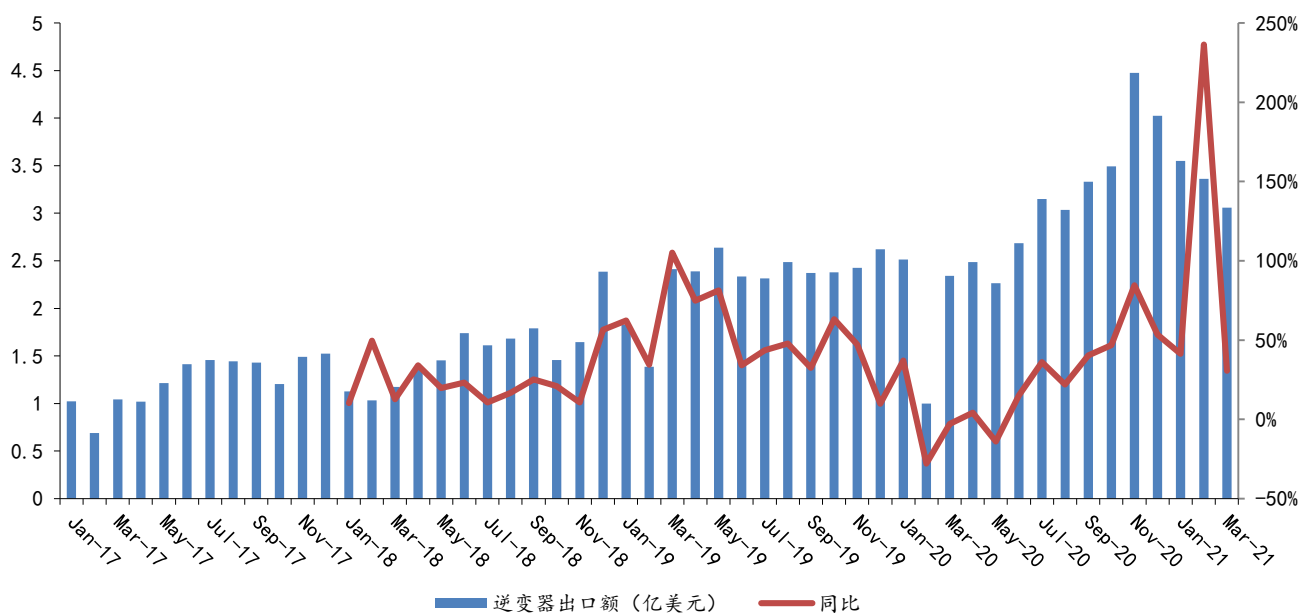
**21 年 Q1 逆变器/组件出口均同比大增，海外需求旺盛出口加速：**据海关总署，2021 年 1-3 月逆变器出口金额 9.97 亿美元，同增 70%；2021 年 1-3 月组件出口金额 50.50 亿美元，同增 42%；出口数据同比均大增，印证海外需求向好，同时逆变器出口金额增速显著快于组件，国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，我们预计 21 年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器经销为主，全球化布局，海外销售 37 个国家、144 个销售商及 489 个安装实例，均为行业顶尖水平，将充分受益于国内逆变器出海的大趋势；明年看重点突破美国、日本等增量市场，同时逆变器业务向大型地面电站拓展；我们预计 21 年全球销量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

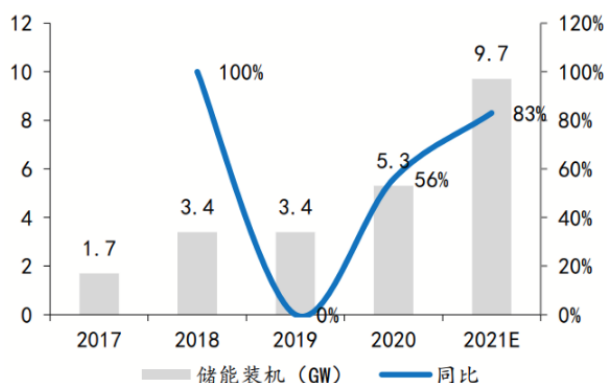
图 2: 逆变器出口金额 (光伏风电等逆变器, 亿美元)



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

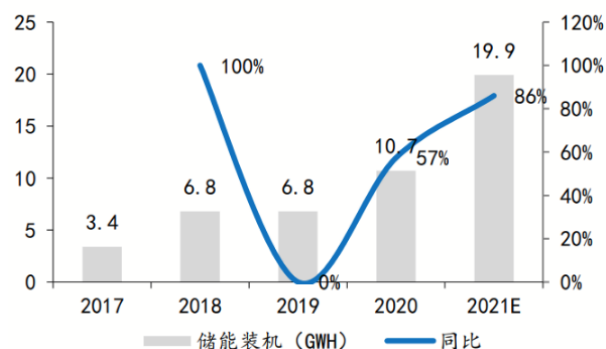
**储能优质赛道, 公司领先抢跑:** 21Q1 公司储能逆变器出货约 1 万台左右, 测算约 40-50MW, 对应收入约 0.45 亿元, 测算单瓦价格约 1.0-1.1 元/W, 毛利率仍维持约 50%。公司储能业务率先布局, 户用储能销量市占率 15% 位列世界第一, 同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能, 具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量 (贵约 0.7-0.9 元/W) 和毛利率 (50%+) 更高, 同时 21 年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务, 整个业务体量有很大提升, 未来有望进一步提升公司盈利能力。

图 3: 全球储能年度新增装机规模 (GW)



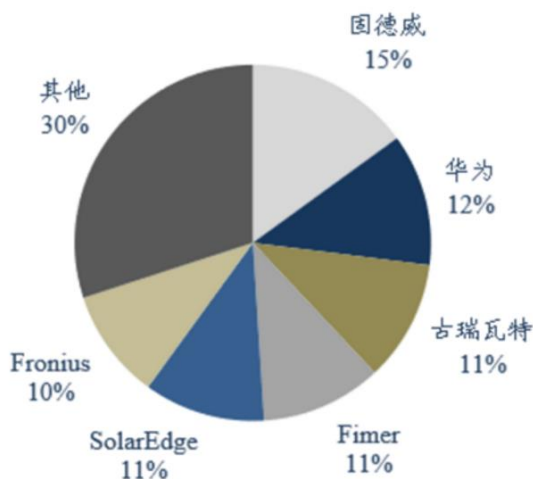
数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图 4: 全球储能年度装机规模 (GWH)



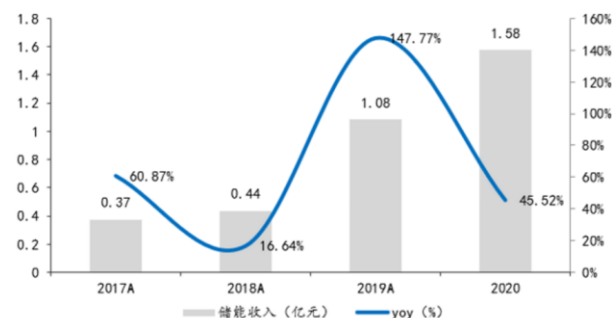
数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

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

公司 2021Q1 费用同比增长 68.68% 至 0.85 亿元, 期间费用率下降 3.49 个百分点至 19.08%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比增长 56.25%、增长 87.97%、增长 105.36%、增长 19.15% 至 0.34 亿元、0.46 亿元、0.28 亿元、0.05 亿元; 费用率分别下降 2.13 pct、下降 0.64pct、增长 0.18pct、下降 0.73pct 至 7.68%、10.32%、6.37%、1.08%。销售费用增长主要系公司经营规模扩大导致薪酬支出和宣传推广费增加所致; 管理费用增长主要系公司经营规模扩大导致薪酬支出增加所致; 研发费用增长主要系公司引进研发人才, 增加研发项目投入所致。

表 3: 固德威 2021 年 Q1 费率情况

	2020	2019	同比增长	21Q1	20Q1	同比增长	2020 费用率	2019 费用率	同比增长	21Q1 费用率	20Q1 费用率	同比增长
期间费用 (亿元)	2.86	2.35	21.58%	0.85	0.50	68.68%	17.98%	24.85%	-6.88pct	19.08%	22.57%	-3.49pct
销售费用 (亿元)	1.31	1.33	-1.94%	0.34	0.22	56.25%	8.23%	14.11%	-5.88pct	7.68%	9.82%	-2.13pct
管理费用 (亿元)	0.57	0.46	23.46%	0.18	0.11	65.35%	3.58%	4.87%	-1.29pct	3.94%	4.76%	-0.82pct
研发费用 (亿元)	0.92	0.58	58.19%	0.28	0.14	105.36%	5.79%	6.15%	-0.36pct	6.37%	6.19%	0.18pct
财务费用 (亿元)	0.06	-0.03	327.52%	0.05	0.04	19.15%	0.38%	-0.28%	0.66pct	1.08%	1.80%	-0.73pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司 2021Q1 经营活动净现金流量净流出-0.32 亿元, 同比下降-1706.28%。**期末预收款项 0.58 亿元, 较期初减少 0.26 亿元。期末应收账款 1.91 亿元, 较期初增加 0.43 亿元, 应收账款周转天数增加 4.65 天至 34.38 天。期末存货 4.52 亿元, 较期初增加 1.03 亿元。存货周转天数增加 33.65 天至 130.53 天。经营活动净现金流量大幅减少主要系公司经营规模扩大, 支付给职工的现金大幅增加所致; 预收款项减少主要系合同负债减少及 2020 年销售返利兑现所致。应收账款增加主要系其他应收款中投标保证金增加所致。

**盈利预测与投资评级:** 我们维持 21-23 年归母净利润预测 4.48 亿元、6.29 亿元、8.88 亿元, 同比+71.9%, +40.6%, +41.1%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 5.09、7.15、10.09 元/股, 目标价 280 元, 对应 21 年 55X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等



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
<b>流动资产</b>	2,187	2,734	3,809	4,836	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	2,560	3,257	4,458	5,633	<b>利润总额</b>	303	524	736	1,039
<b>流动负债</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	260	448	629	888
其他流动负债	520	798	914	1,218	EBIT	270	486	682	963
<b>非流动负债</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	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%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	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>