

2021 中报点评: 并网+储能出货大增, 高研发提供新动能

买入 (维持)

2021 年 08 月 26 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)	1,589	2,786	3,862	5,069
同比 (%)	68.1%	75.3%	38.6%	31.3%
归母净利润 (百万元)	260	448	629	888
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)	150.45	87.50	62.24	44.10

投资要点

- **21Q2 归属归母净利润 0.83 亿元, 同增 3.23%, 环增 18.9%:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 内实现营业收入 10.87 亿元, 同比增长 84.89%; 实现归属母公司净利润 1.53 亿元, 同比增长 29.66%。其中 2021Q2, 实现营业收入 6.43 亿元, 同比增长 75.94%, 环比增长 44.53%; 实现归属母公司净利润 0.83 亿元, 同比增长 3.23%, 环比增长 18.91%。公司 2021Q2 研发人员、研发费用大幅增长部分拖累业绩 (研发费用环比增加约 1200 万), 整体业绩符合我们预期。
- **出货大幅增长, 物料紧缺毛利率略受影响:** 公司 21H1 并网逆变器收入约 5.4-5.6 亿元, 环比+35-40%; 出货 23.85 万台, 按单台 15kW 测算约 3.58GW, 其中 2021Q2 出货约 14.85 万台, 约 2.23GW, 同比上升约 130-150%, 环比上升 65%, 主要原因在于 2021Q2 国内海外用户均增长较快, 测算平均单价约 0.25 元/W。2021Q2 整体毛利率约 32.9%, 环比-4.9pct, 主要原因在于: IGBT 等原材料供应不足, 总体逆变器成本上涨, 同时公司海外逆变器未涨价自行消化了成本压力所致。结构看, 公司海外出货占比高, 21H 公司境外逆变器出货约为 15.65 万台, 占比约 65.62%, 境内逆变器出货量约为 8.20 万台, 占比约 34.38%; 2021Q2 公司存货 5.7 亿, 环比增长约 25%, 保障 Q3 出货。
- **21 年逆变器/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 1-7 月逆变器出口金额 25.48 亿美元, 同增 55%; 2021 年 1-7 月组件出口金额 136.91 亿美元, 同增 50.4%; 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。
- **储能优质赛道, 公司领先领跑:** 21H1 公司储能逆变器出货 2.1 万台左右, 对应收入约 1.3-1.5 亿元, 其中 2021Q2 出货约 1.35 万台, 环增约 80%+, 对应收入约 0.8-1.0 亿元, 毛利率仍维持约 50%, 21H1 储能业务收入已接近 2020 全年水平。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。
- **公司重视研发创新能力建设, 为保持产品技术创新优势, 持续加大研发投入以保持产品竞争力:** 2021 年 H1 公司研发投入 6857.60 万元, 同比增长 100.47%, 研发投入总额产生较大幅度增长。截至 2021 年 6 月 30 日, 公司研发人员达 382 人, 同比增长 78.5%; 研发人员平均薪酬达 8.63 万元, 同比增长 14.15%; 累计拥有已授权知识产权 122 项, 其中发明专利 34 项、实用新型专利 61 项、外观设计专利 11 项、软件著作权 16 项, 2021 年 1-6 月新增已授权知识产权 24 项。其中发明专利 3 项、实用新型专利 13 项、外观设计专利 5 项、软件著作权 3 项。
- **盈利预测与投资评级:** 基于逆变器出口需求高增, 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, 基于公司出口需求向好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	445.00
一年最低/最高价	104.00/635.04
市净率(倍)	25.98
流通 A 股市值(百万元)	9320.71

基础数据

每股净资产(元)	17.13
资产负债率(%)	49.69
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): 2 固德威 21Q1 报点评: 毛利率环比明显改善, 业绩超预期》2021-04-28
- 2、《固德威 (688390): 2020 年报点评: 逆变器海外市场盈利强势, 储能进军系统高增开启》2021-04-23
- 3、《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
- 4、《固德威 (688390): 组串新贵, 储能龙头》2020-12-23

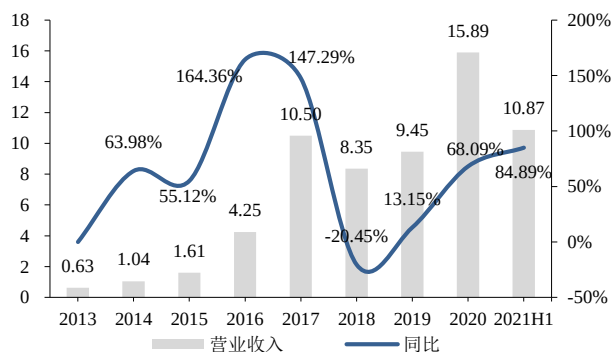
21Q2 归属母净利润 0.83 亿元，同增 3.23%，环增 18.9%：公司发布 2021 年半年报，2021H1 内实现营业收入 10.87 亿元，同比增长 84.89%；实现归属母公司净利润 1.53 亿元，同比增长 29.66%。其中 2021Q2，实现营业收入 6.43 亿元，同比增长 75.94%，环比增长 44.53%；实现归属母公司净利润 0.83 亿元，同比增长 3.23%，环比增长 18.91%。公司 2021Q2 研发人员、研发费用大幅增长部分拖累业绩（研发费用环比增加约 1200 万），整体业绩符合我们预期。

表 1：2021H 收入 10.87 亿元，同比增长 84.89%；盈利 1.53 亿元，同比增长 29.66%（亿元）

固德威	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入	10.87	5.88	84.9%	6.43	3.65	75.9%	4.45	44.5%
毛利率	34.9%	41.3%	-6.4pct	32.9%	38.9%	-6.0pct	37.8%	-4.9pct
营业利润	1.74	1.35	29.3%	0.93	0.88	5.3%	0.81	14.7%
利润总额	1.75	1.35	28.9%	0.93	0.89	4.4%	0.81	14.5%
归属母公司净利润	1.53	1.18	29.7%	0.83	0.81	3.2%	0.70	18.9%
扣非归母净利润	1.43	-	-	0.78	-	-	0.65	18.6%
归母净利率	14.1%	20.1%	-6.0pct	12.9%	22.1%	-9.1pct	15.7%	-2.8pct
股本	0.88	0.66	-	0.88	0.66	-	0.88	-
EPS	1.74	1.79	-2.8%	0.94	1.22	-22.6%	0.79	18.9%

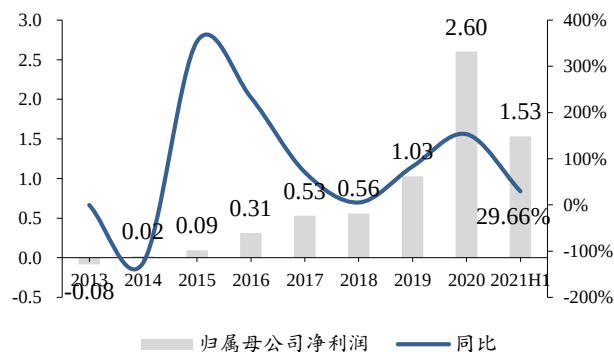
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H 收入 10.87 亿元，同比+84.89%（亿元）



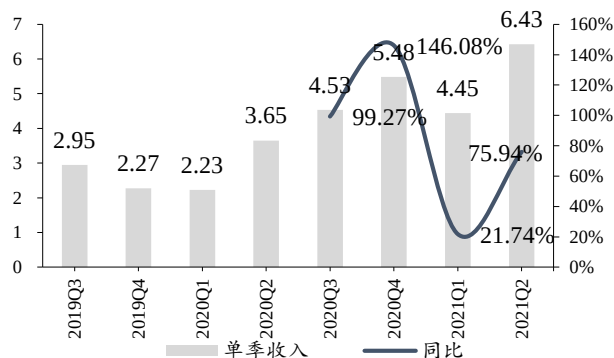
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021H 归母净利润 1.53 亿元，同比+29.66%（亿元）



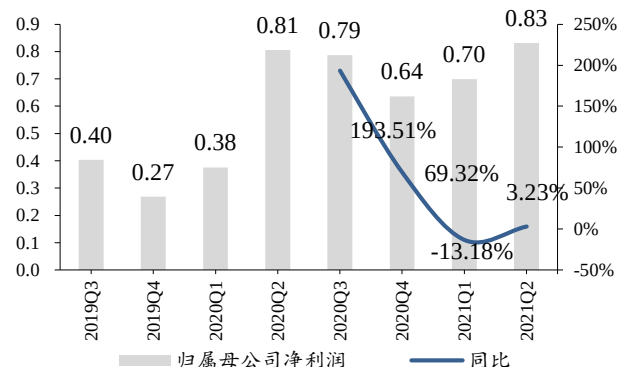
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021Q2 收入 6.43 亿元, 同比+75.94% (亿元)



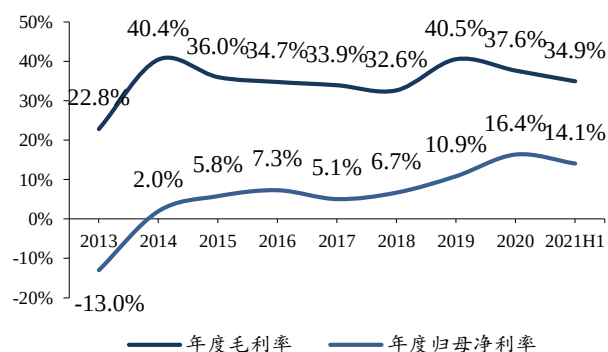
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q2 归母净利润 0.83 亿元, 同比+3.23% (亿元)



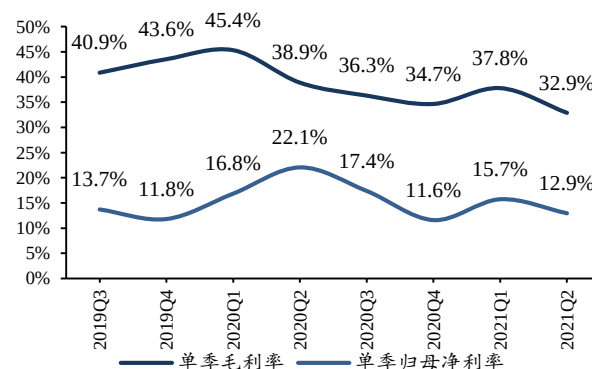
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021H 毛利率、净利率同比-6.44、-6pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q2 毛利率、净利率同比-6、-9.12pct



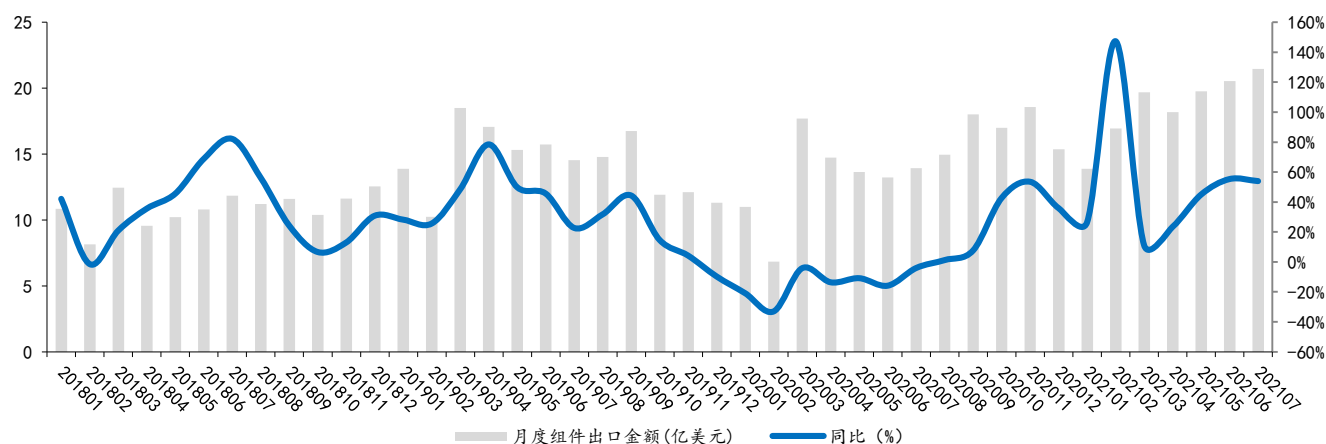
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

出货大幅增长, 物料紧缺毛利率略受影响: 公司 2021H1 并网逆变器收入约 5.4-5.6 亿元, 环比+35-40%; 出货 23.85 万台, 按单台 15kW 测算约 3.58GW, 其中 2021Q2 出货约 14.85 万台, 约 2.23GW, 同比上升约 130-150%, 环比上升 65%, 主要原因在于 2021Q2 国内海外户用均增长较快, 测算平均单价约 0.25 元/W。2021Q2 整体毛利率约 32.9%, 环比-4.9pct, 主要原因在于: IGBT 等原材料供应不足, 总体逆变器成本上涨, 同时公司海外逆变器未涨价自行消化了成本压力所致。结构看, 公司海外出货占比高, 2021H1 公司境外逆变器出货约为 15.65 万台, 占比约 65.62%, 境内逆变器出货量约为 8.20 万台, 占比约 34.38%; 2021Q2 公司存货 5.7 亿, 环比增长约 25%, 保障 Q3 出货。

21 年逆变器/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 1-7 月逆变器出口金额 25.48 亿美元, 同增 55%; 2021 年 1-7 月组件出口金额 136.91 亿美元, 同增 50.4%; 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

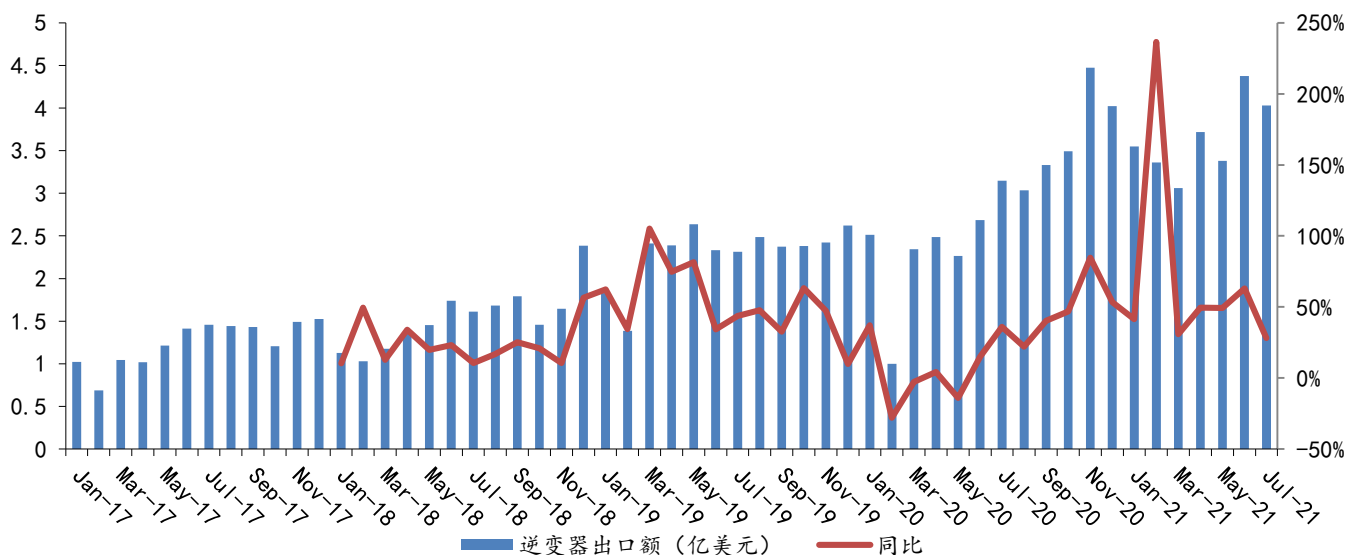
速快于组件，国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，我们预计 2021 年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器经销为主，全球化布局，海外销售 37 个国家、144 个销售商及 489 个安装实例，均为行业顶尖水平，将充分受益于国内逆变器出海的大趋势；明年看重点突破美国、日本等增量市场，同时逆变器业务向大型地面电站拓展；我们预计 21 年全球销量市占率有望持续提升。

图 7：组件出口金额（亿美元）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

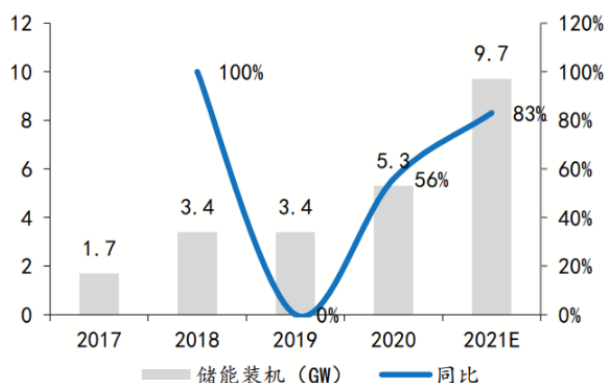
图 8：逆变器出口金额（光伏风电等逆变器，亿美元）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

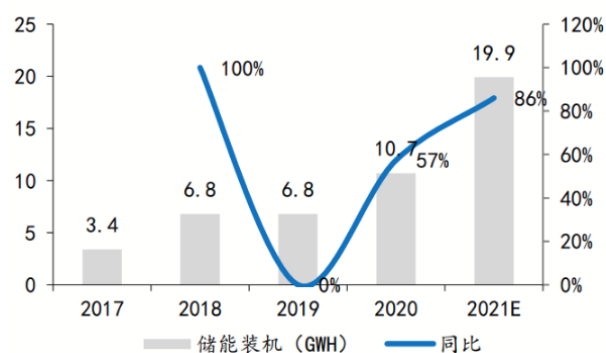
储能优质赛道，公司领先抢跑：21H1 公司储能逆变器出货 2.1 万台左右，对应收入约 1.3-1.5 亿元，其中 2021Q2 出货约 1.35 万台，环增约 80%+，对应收入约 0.8-1.0 亿元，毛利率仍维持约 50%，2021H1 储能业务收入已接近 2020 全年水平。公司储能业务率先布局，户用储能销量市占率 15%位列世界第一，同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能，具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量（贵约 0.7-0.9 元/W）和毛利率（50%+）更高，同时 21 年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务，整个业务体量有很大提升，未来有望进一步提升公司盈利能力。

图 9：全球储能年度新增装机规模（GW）



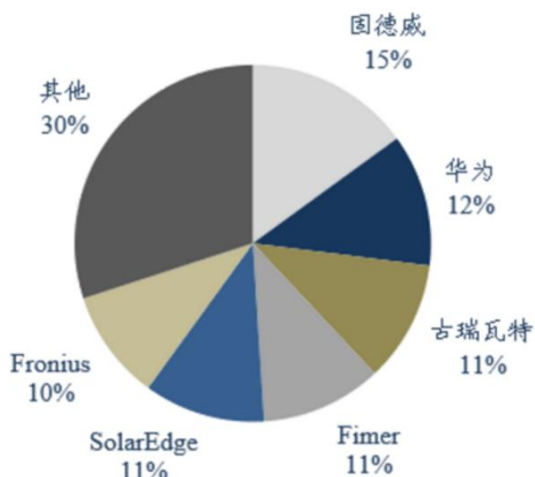
数据来源：BNEF，东吴证券研究所

图 10：全球储能年度装机规模（GWH）



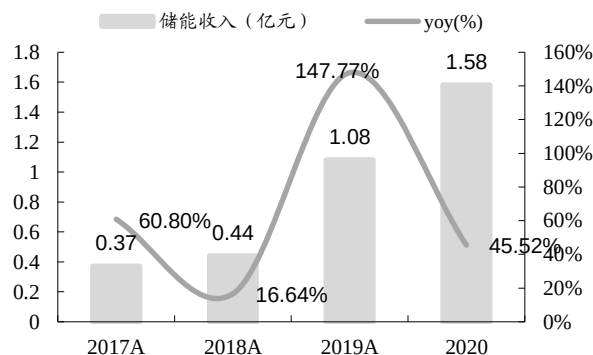
数据来源：BNEF，东吴证券研究所

图 11：2019 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 12：公司储能收入及同比（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

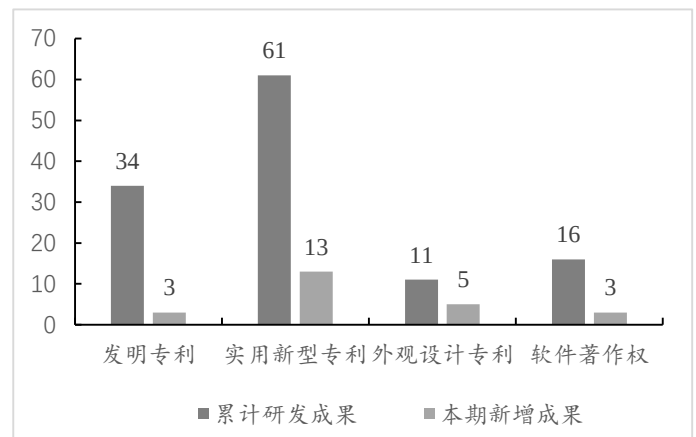
公司重视研发创新能力建设，为保持产品技术创新优势，持续加大研发投入以保持产品竞争力。2021 年 H1 公司研发投入 6857.60 万元，同比增长 100.47%，研发投入总额产生较大幅度增长。截至 2021 年 6 月 30 日，公司研发人员达 382 人，同比增长 78.5%；研发人员平均薪酬达 8.63 万元，同比增长 14.15%；累计拥有已授权知识产权 122 项，其中发明专利 34 项、实用新型专利 61 项、外观设计专利 11 项、软件著作权 16 项，2021 年 1-6 月新增已授权知识产权 24 项。其中发明专利 3 项、实用新型专利 13 项、外观设计专利 5 项、软件著作权 3 项。

图 13: 研发投入及人员情况

	2021H1	2020H1
研发投入（万元）	6857.6	3420.82
公司研发人员数量（人）	382	214
研发人员占比	18.12%	19.81%
研发人员薪酬合计（万元）	3298.44	1618.12
平均薪酬（万元）	8.63	7.56

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

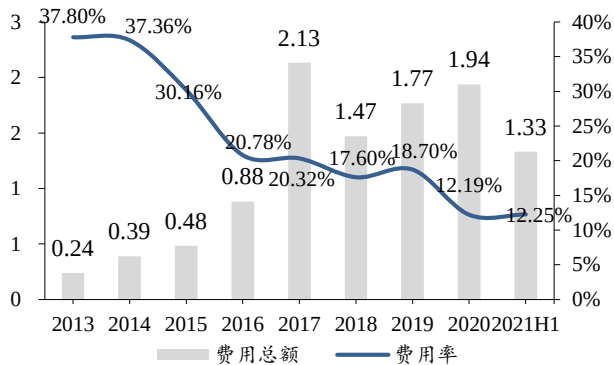
图 14: 公司目前研发成果（单位：项）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

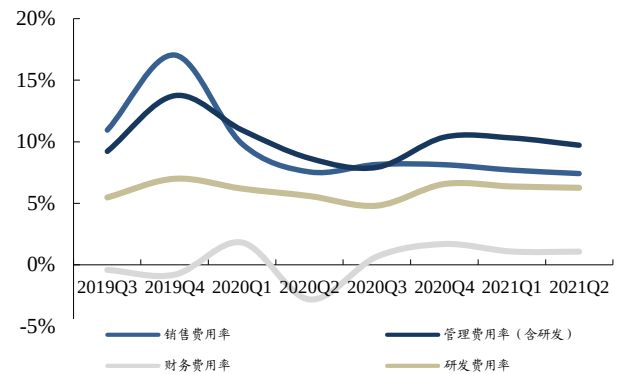
费用率控制稳定：公司 2021H 费用同比增长 104.83%至 1.33 亿元，期间费用率上升 1.68 个百分点至 12.25%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 65.50%、上升 93.36%、上升 100.47%、上升 286.78%至 0.82 亿元、1.08 亿元、0.69 亿元、0.12 亿元；费用率分别下降 0.88、上升 0.44、上升 0.49、上升 2.13 个百分点至 7.52%、9.97%、6.31%、1.07%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +72.84%/+97.52%/+97.16%/-166.82%，费用率分别为 7.41%/9.73%/6.26%/1.06%。

图 15: 2021H 期间费用 1.33 亿元, 同比+104.83% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

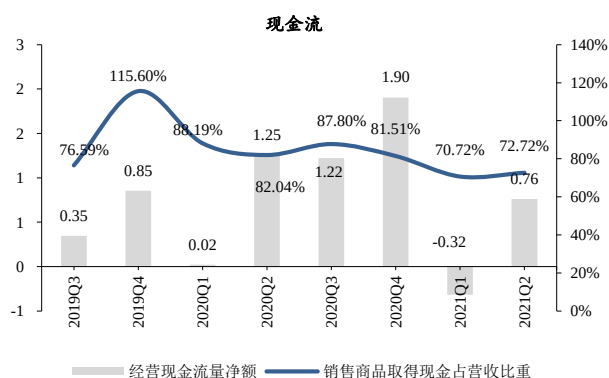
图 16: 2021Q2 期间费用率 18.20%, 同比+4.8pct (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

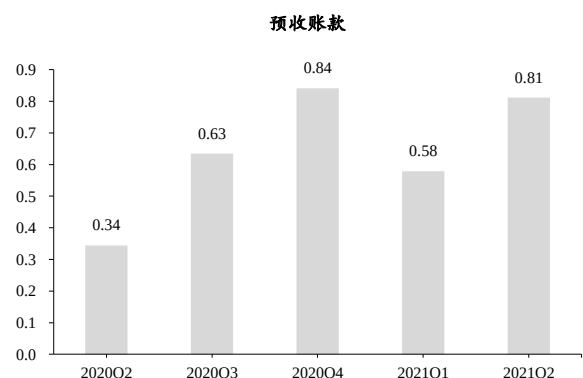
业绩向好, 预收款项增加。2021H 经营活动现金流量净流入 0.44 亿元, 同比下降 65.11%, 其中 2021Q2 经营活动现金流量净额 0.76 亿元; 销售商品取得现金 7.82 亿元, 同比增长 57.57%。2021Q2 期末预收款项 0.81 亿元, 比期初上升 0.23 亿元。期末应收账款 2.42 亿元, 较期初增长 0.5 亿元, 应收账款周转天数下降 2.09 天至 32.3 天。期末存货 5.67 亿元, 较期初上升 1.15 亿元; 存货周转天数下降 13.95 天至 116.58 天。应收账款上升主要系本期销量增加所致, 存货增加主要系随着销售收入增加原材料备货所致。

图 17: 2021Q2 经营性现金净流入 0.76 亿元, 同比-39.10% (亿元)



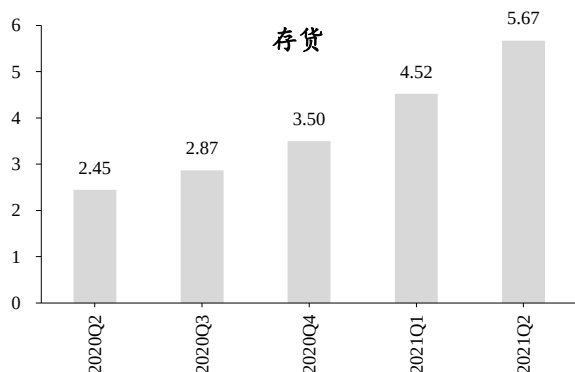
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2021Q2 期末预收款项 0.81 亿元, 较期初+0.23 亿元 (亿元)



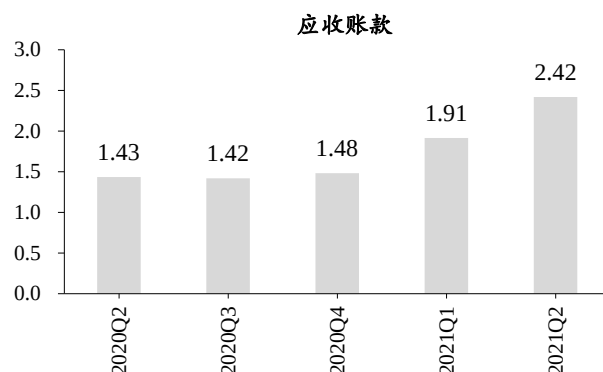
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2021Q2 期末存货 5.67 亿元, 较期初+1.15 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 2021Q2 期末应收账款 2.42 亿元, 较期初+0.5 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于逆变器出口需求高增, 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, 基于公司出口需求向好, 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
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					
负债合计	1,103	1,355	1,941	2,245	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-0	-3	-6	-11	每股收益(元)	2.96	5.09	7.15	10.09
归属母公司股东权益	1,457	1,904	2,524	3,399	每股净资产(元)	16.55	21.64	28.68	38.63
负债和股东权益	2,560	3,257	4,458	5,633	发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
					ROIC(%)	15.8%	21.6%	22.9%	24.0%
					ROE(%)	17.8%	23.4%	24.9%	26.1%
					毛利率(%)	37.6%	37.9%	37.1%	37.5%
					销售净利率(%)	16.4%	16.1%	16.3%	17.5%
					资产负债率(%)	43.1%	41.6%	43.5%	39.9%
					收入增长率(%)	68.1%	75.3%	38.6%	31.3%
					净利润增长率(%)	153.2%	71.9%	40.6%	41.1%
					P/E	150.45	87.50	62.24	44.10
					P/B	26.88	20.56	15.52	11.52
					EV/EBITDA	140.06	72.26	50.35	35.13
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	440	499	997	902					
投资活动现金流	-729	-191	-179	-216					
筹资活动现金流	732	0	-18	-21					
现金净增加额	433	309	800	664					
折旧和摊销	0	33	46	62					
资本开支	129	160	135	156					
营运资本变动	0	9	307	-63					

数据来源: Wind, 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>

