

2021年10月29日

## 出货结构进一步改善，储能业务占比提升 增持（下调）

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 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,589	2,438	3,904	5,839
同比 (%)	68.1%	53.4%	60.1%	49.6%
归母净利润 (百万元)	260	311	550	897
同比 (%)	153.2%	19.5%	76.8%	63.1%
每股收益 (元/股)	2.96	3.53	6.25	10.19
P/E (倍)	164.16	137.36	77.70	47.63

### 投资要点

■ **2021Q3 公司归母净利润 0.62 亿元，同降 21.16%，环降 25.38%，基本符合我们预期：**公司发布 2021 年三季度报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 17.19 亿元，同比增长 65.12%；实现归属母公司净利润 2.15 亿元，同比增长 9.33%。其中 2021Q3，实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 39.45%，环比下降 1.69%；实现归属母公司净利润 0.62 亿元，同比下降 21.16%，环比下降 25.38%。2021Q1-3 毛利率为 34.55%，同比下降 4.60pct，2021Q3 毛利率 33.96%，同比下降 2.36pct，环比上升 1.07pct；2021Q1-3 归母净利率为 12.52%，同比下降 6.39pct，2021Q3 归母净利率 9.82%，同比下降 7.55pct，环比下降 3.12pct，基本符合我们预期。

■ **出货结构改善，毛利率环比略有上升：**我们估计公司 2021Q1-3 并网逆变器收入约 14.2-14.6 亿元，同比增长 62-67%。我们估计 2021Q1-3 出货约 37 万台，其中 2021Q3 出货 13 万台，按单台 11-12kW 测算对应 15GW 左右，同环比+9%/-9%左右，受制于 IGBT 等原材料供应不足，公司产能未完全发挥。2021Q3 公司并网逆变器毛利率约 33-34%，同比下降约 3pct，主要是公司海外逆变器未涨价自行消化了原材料成本上涨压力所致；但毛利率环比提升约 1pct，主要原因：1) 国内需求旺盛，向下游传导原材料成本上涨，国内毛利率略有上升；2) 海外出货占比提升，2021Q3 公司外销占比 70%左右，环比提升 10pct，海外逆变器毛利率远高于国内，带来盈利结构改善。

■ **向上加大供货保障，向下积极开拓市场：**IGBT 等原材料紧张依然是公司短期面临的主要问题，公司积极与供应商协商，加大供货保障，2021Q3 末公司预付账款由 2021Q2 末的 0.09 亿元提升至 0.42 亿元，同时加速进行国产 IGBT 验证，以满足不断增长的市场需求。据海关总署，2021 年 1-9 月逆变器出口金额 35.31 亿美元，同增 55%；出口数据同比大增，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，我们预计明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，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，我们预计公司全球销量市占率有望持续提升。

■ **储能优质赛道，公司储能收入占比持续提升：**我们估计 2021Q1-3 公司储能业务收入 2.3-2.4 亿元，同比增长 130-140%。我们估计 2021Q1-3 储能逆变器出货 4 万台左右，其中 2021Q3 出货 2 万台，收入占比达 15%左右，同比提升 5pct。公司储能业务率先布局，2019 年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（40%+）更高，同时 2021 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。

■ **盈利预测与投资评级：**由于芯片紧缺影响公司出货及盈利，我们下调公司 2021-2023 年归母净利润预测为 3.11 亿元、5.50 亿元、8.97 亿元（前值 4.48 亿元、6.29 亿元、8.88 亿元），同比+19.5%，+76.8%，+63.1%，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 3.53、6.25、10.19 元/股，考虑公司未来盈利会受芯片短缺影响，下调至“增持”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	485.55
一年最低/最高价	145.5/635.04
市净率(倍)	27.03
流通 A 股市值(百万元)	27489.61

### 基础数据

每股净资产(元)	17.96
资产负债率(%)	50.83%
总股本(百万股)	88.00
流通 A 股(百万股)	56.62

### 相关研究

1、《固德威 (688390): 2021 中报点评: 并网+储能出货收入均大增，高研发投入提供增长新动能》2021-08-26

2、《固德威 (688390): 固德威 21Q1 报点评: 毛利率环比明显改善，业绩超预期》2021-04-28

3、《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》2021-01-29 东吴证券研究所

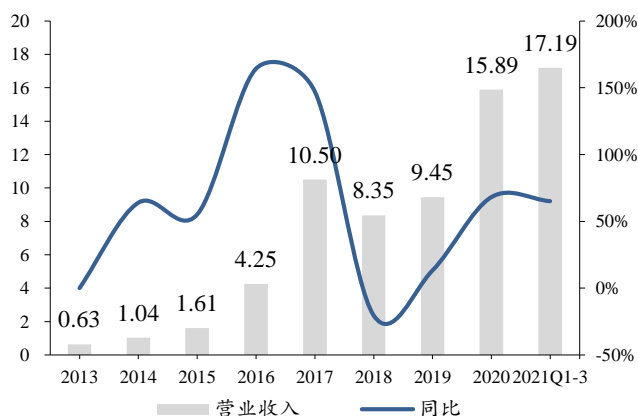
**2021Q3 公司归母净利润 0.62 亿元，同降 21.16%，环降 25.38%，基本符合我们预期：**公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 17.19 亿元，同比增长 65.12%；实现归属母公司净利润 2.15 亿元，同比增长 9.33%。其中 2021Q3，实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 39.4%，环比下降 1.69%；实现归属母公司净利润 0.62 亿元，同比下降 21.16%，环比下降 25.38%。2021Q1-3 毛利率为 34.55%，同比下降 4.60pct，2021Q3 毛利率 33.96%，同比下降 2.36pct，环比上升 1.07pct；2021Q1-3 归母净利率为 12.52%，同比下降 6.39pct，2021Q3 归母净利率 9.82%，同比下降 7.55pct，环比下降 3.12pct，基本符合我们预期。

**表 1：2021Q1-3 收入 17.19 亿元，同比增长 65.12%；盈利 2.15 亿元，同比增长 9.33%**

固德威	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	17.19	10.41	65.1%	6.32	4.53	39.4%	6.43	-1.7%
毛利率	34.6%	39.2%	-4.6pct	34.0%	36.3%	-2.4pct	32.9%	+1.1pct
营业利润 (亿元)	2.41	2.29	5.4%	0.67	0.94	-29.0%	0.93	-28.5%
利润总额 (亿元)	2.42	2.29	5.3%	0.67	0.94	-28.7%	0.93	-28.1%
归属母公司净利润 (亿元)	2.15	1.97	9.3%	0.62	0.79	-21.2%	0.83	-25.4%
扣非归母净利润 (亿元)	2.05	1.80	13.7%	0.62	0.67	-8.1%	0.78	-20.6%
归母净利率	12.5%	18.9%	-6.4pct	9.8%	17.4%	-7.6pct	12.9%	-3.1pct
股本 (亿股)	0.88	0.88	-	0.88	0.88	-	0.88	-
EPS (元/股)	2.44	2.24	9.3%	0.71	0.89	-21.2%	0.94	-25.4%

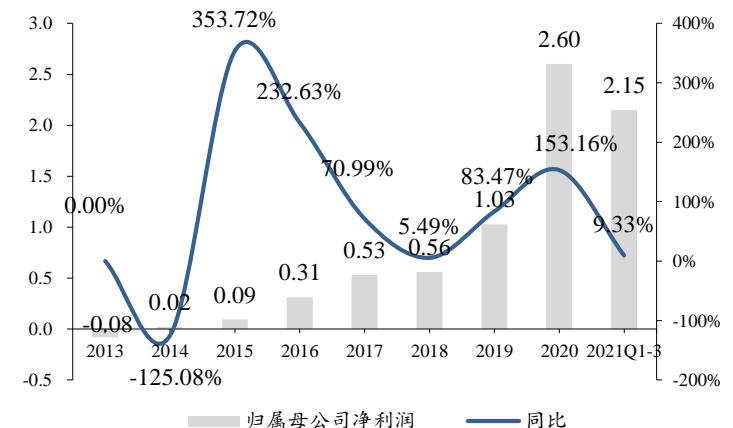
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 1：2021Q1-3 收入 17.19 亿元，同比+65.12% (亿元)**



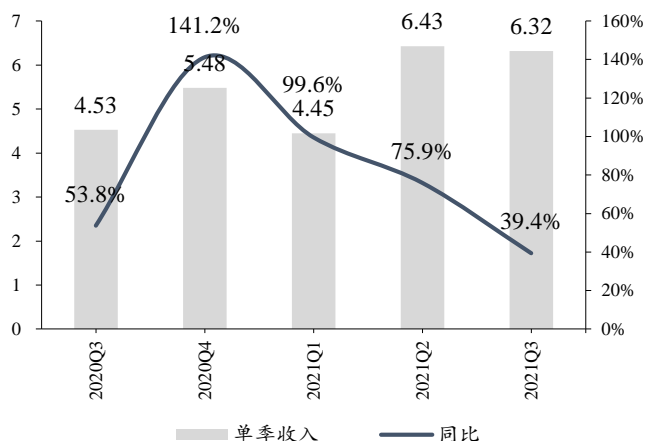
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 2：2021Q1-3 归母净利润 2.15 亿元，同比+9.33% (亿元)**



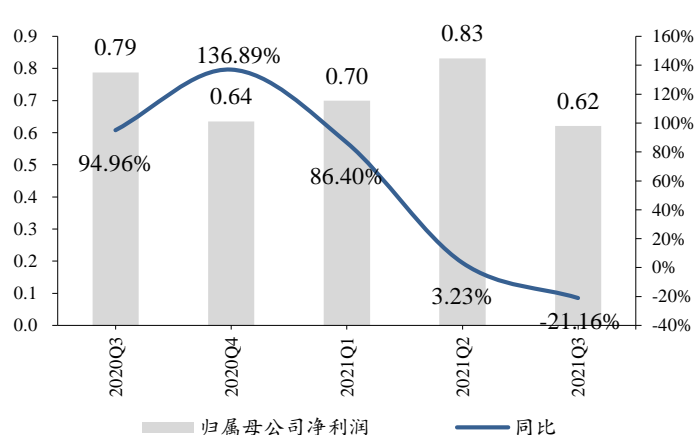
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 6.32 亿元, 同比+39.4% (亿元)



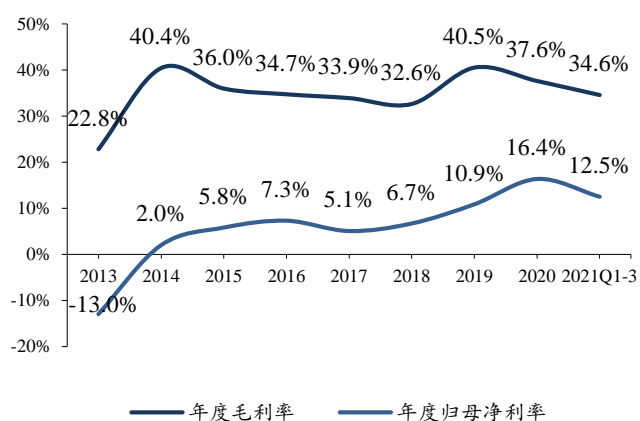
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 0.62 亿元, 同比-21.16% (亿元)



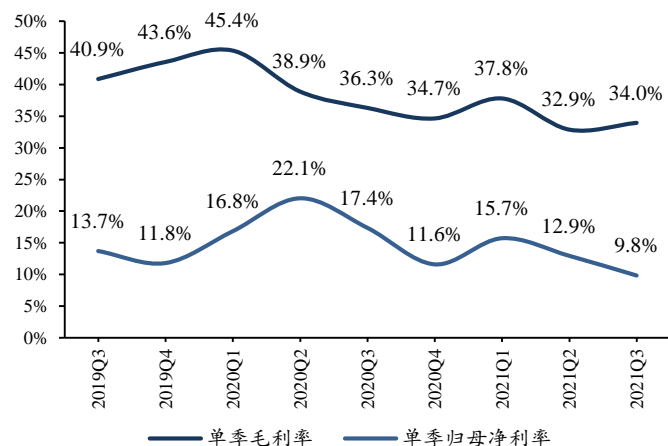
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-4.6、-6.39pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

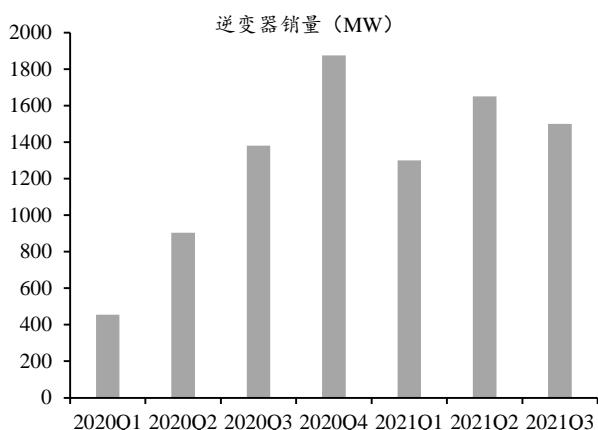
图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比-2.36、-7.55pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

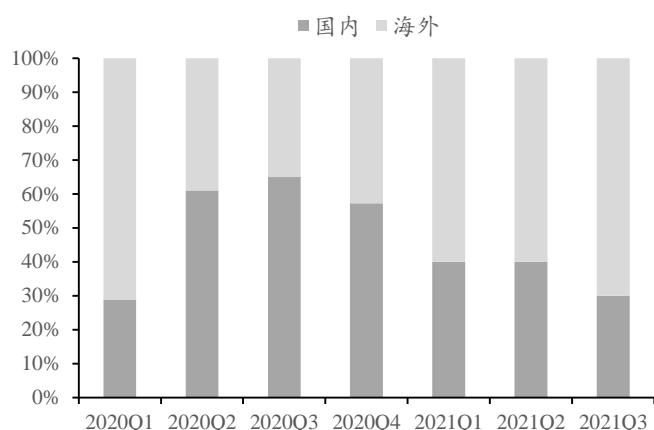
**出货结构改善, 毛利率环比略有上升:** 我们估计公司 2021Q1-3 并网逆变器收入约 14.2-14.6 亿元, 同比增长 62-67%。我们估计 2021Q1-3 出货约 37 万台, 其中 2021Q3 出货 13 万台, 按单台 11-12kW 测算对应 15GW 左右, 同环比+9%/-9%左右, 受制于 IGBT 等原材料供应不足, 公司产能未完全发挥。2021Q3 公司并网逆变器毛利率约 33-34%, 同比下降约 3pct, 主要是公司海外逆变器未涨价自行消化了原材料成本上涨压力所致; 但毛利率环比提升约 1pct, 主要原因: 1) 国内需求旺盛, 向下游传导原材料成本上涨, 国内毛利率略有上升; 2) 海外出货占比提升, 2021Q3 公司外销占比 70%左右, 环比提升 10pct, 海外逆变器毛利率远高于国内, 带来盈利结构改善。

图 7: 逆变器销量 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

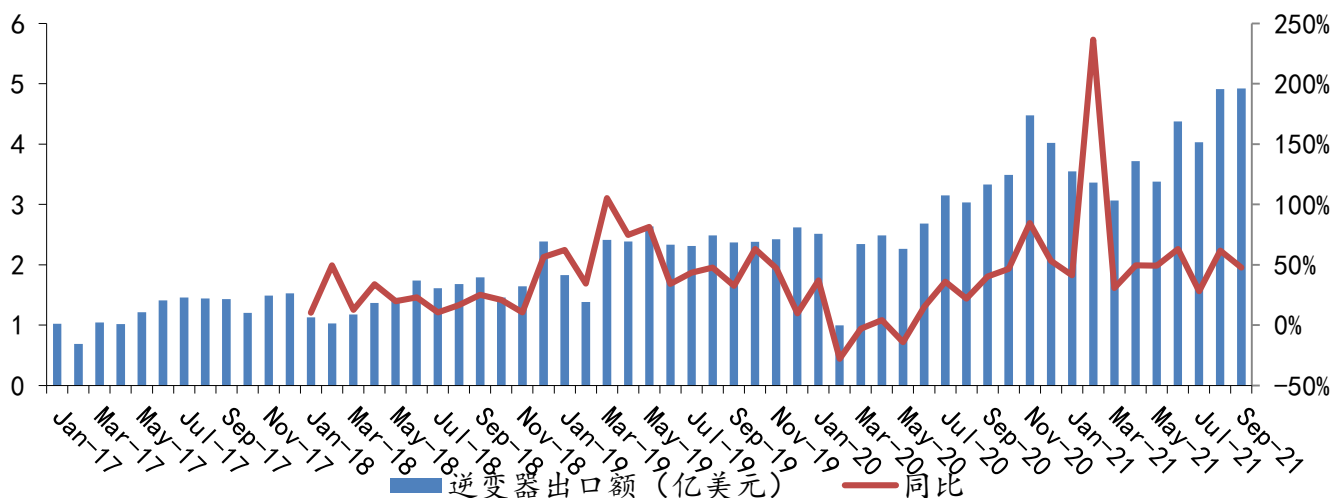
图 8: 海内外销售占比 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**向上加大供货保障, 向下积极开拓市场:** IGBT 等原材料紧张依然是公司短期面临的主要问题, 公司积极与供应商协商, 加大供货保障, 2021Q3 末公司预付账款由 2021Q2 末的 0.09 亿元提升至 0.42 亿元, 同时加速进行国产 IGBT 验证, 以满足不断增长的市场需求。据海关总署, 2021 年 1-9 月逆变器出口金额 35.31 亿美元, 同增 55%; 出口数据同比大增, 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, 我们预计明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, 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, 我们预计公司全球销量市占率有望持续提升。

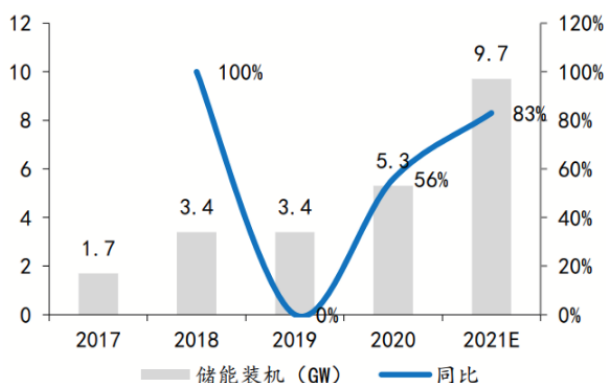
图 9: 中国逆变器出口金额 (光伏风电等逆变器, 亿美元)



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

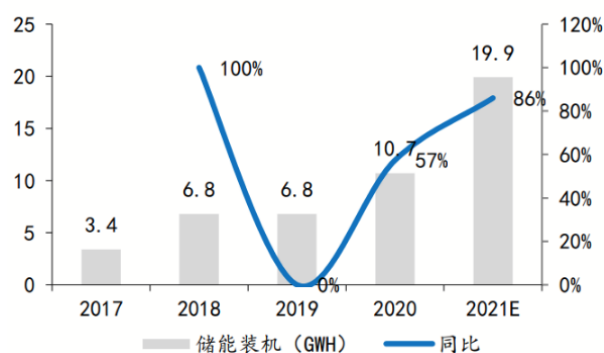
**储能优质赛道，公司储能收入占比持续提升：**我们估计 2021Q1-3 公司储能业务收入 2.3-2.4 亿元，同比增长 130-140%。2021Q1-3 储能逆变器出货 4 万台左右，其中 2021Q3 出货 2 万台，收入占比达 15%左右，同比提升 5pct。公司储能业务率先布局，2019 年户用储能销量市占率 15%位列世界第一，同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能，具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量（贵约 0.7-0.9 元/W）和毛利率（40%+）更高，同时 2021 年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务，整个业务体量有很大提升，未来有望进一步提升公司盈利能力。

图 10: 全球储能年度新增装机规模 (GW)



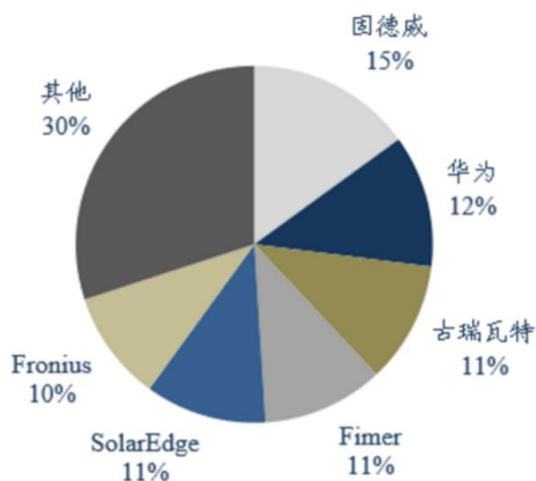
数据来源：BNEF，东吴证券研究所

图 11: 全球储能年度装机规模 (GWH)



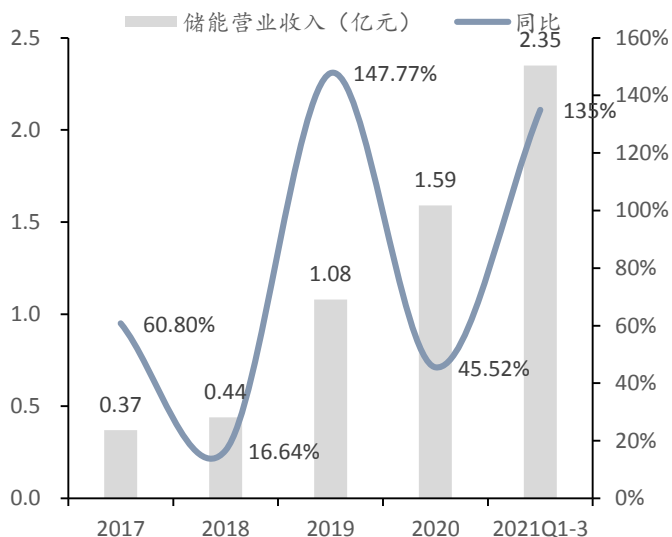
数据来源：BNEF，东吴证券研究所

图 12: 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 13: 公司储能收入及同比 (亿元)



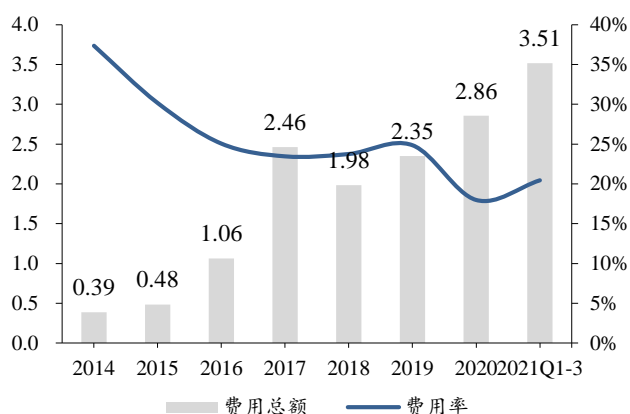
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率有所上升，主要系给予股权激励、加大研发销售所致：公司 2021Q1-3 期间



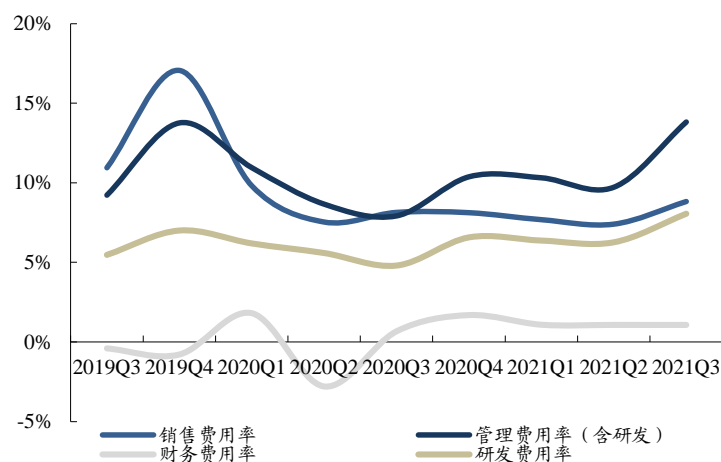
费用同比增长 100.80%至 3.51 亿元，期间费用率上升 3.63 个百分点至 20.45%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 59.36%、上升 112.73%、上升 113.36%、上升 670.58%至 1.37 亿元、1.96 亿元、1.19 亿元、0.18 亿元；费用率分别下降 0.29、上升 2.55、上升 1.57、上升 1.38 个百分点至 8.00%、11.38%、6.95%、1.07%。2021Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+51.15%/+142.94%/+133.63%/+123.17%，费用率分别为 8.83%/13.81%/8.05%/1.06%。

图 14: 2021Q1-3 期间费用 3.51 亿元，同比 +100.80% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

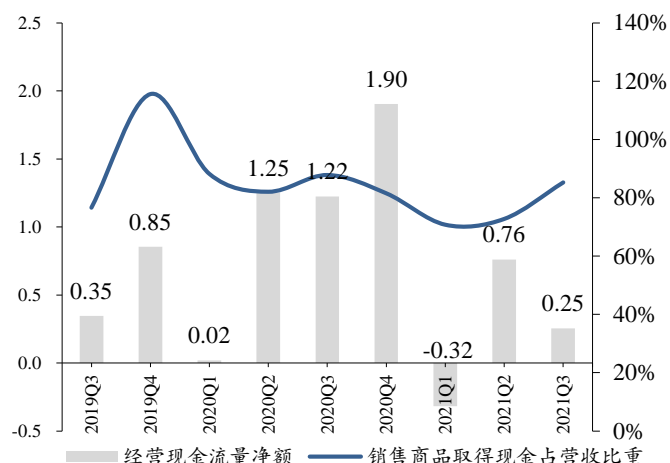
图 15: 2021Q3 期间费用率 23.70%，同比+6.97pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

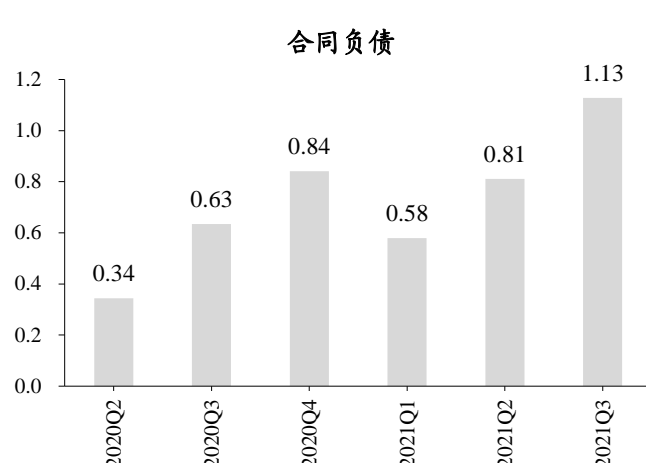
**经营现金流净流入大幅减少，合同负债增加。**公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流入 0.70 亿元，同比下降 72.01%，其中 2021Q3 经营活动现金流量净额 0.25 亿元；2021Q1-3 销售商品取得现金 13.2 亿元，同比增长 47.70%。2021Q3 末合同负债 1.13 亿元，比 2021Q3 初增长 39.04%。2021Q3 末应收账款 2.51 亿元，较 2021Q3 初增长 0.09 亿元，2021Q3 末应收账款周转天数较 2021Q2 末下降 0.92 天至 31.37 天。2021Q3 期末存货 7.04 亿元，同比上升 4.18 亿元；2021Q3 末存货周转天数较 2021Q2 末上升 9.9 天至 126.48 天。

图 16: 2021Q3 经营性现金净流入 0.25 亿元, 同比-79.18% (亿元)



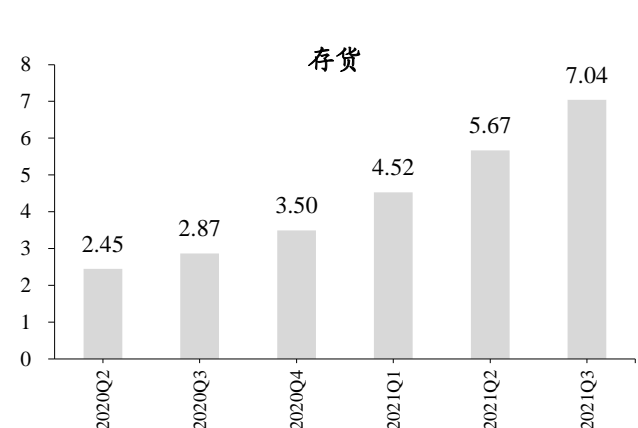
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 2021Q3 期末合同负债 1.13 亿元, 同比+77.86% (亿元)



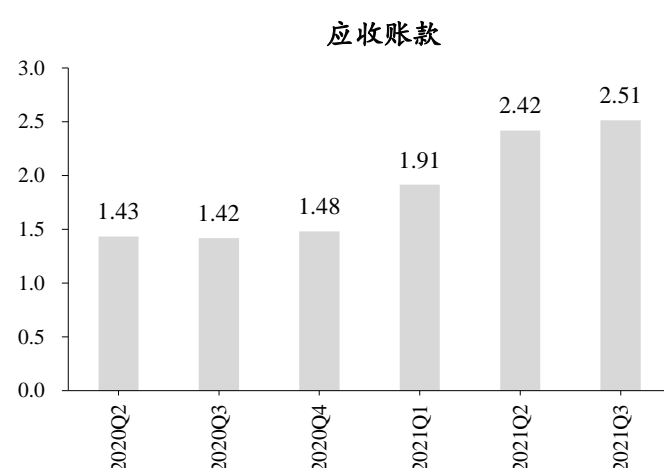
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2021Q3 期末存货 7.04 亿元, 同比+4.18 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2021Q3 期末应收账款 2.51 亿元, 较 2021Q3 初 +0.09 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:** 由于芯片紧缺影响公司出货及盈利, 我们下调公司 2021-2023 年归母净利润预测为 3.11 亿元、5.50 亿元、8.97 亿元 (前值 4.48 亿元、6.29 亿元、8.88 亿元), 同比+19.5%, +76.8%, +63.1%, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 3.53、6.25、10.19 元/股, 考虑公司未来盈利会受芯片短缺影响, 下调至“增持”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 光伏政策超预期变化。

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>	<b>2,187</b>	<b>2,282</b>	<b>3,814</b>	<b>4,548</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,589</b>	<b>2,438</b>	<b>3,904</b>	<b>5,839</b>
现金	1,088	1,079	2,011	2,358	减:营业成本	992	1,589	2,585	3,801
应收账款	148	255	390	574	营业税金及附加	10	15	24	36
存货	350	104	634	452	营业费用	131	197	281	467
其他流动资产	601	843	778	1,164	管理费用	57	268	371	467
<b>非流动资产</b>	<b>372</b>	<b>470</b>	<b>661</b>	<b>932</b>	财务费用	6	-3	-5	13
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	353	520	773	加:投资净收益	-5	-8	-6	-6
在建工程	7	33	58	83	其他收益	1	0	0	1
无形资产	31	36	41	45	<b>营业利润</b>	<b>302</b>	<b>364</b>	<b>643</b>	<b>1,049</b>
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>	<b>2,560</b>	<b>2,752</b>	<b>4,475</b>	<b>5,480</b>	<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>364</b>	<b>643</b>	<b>1,049</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,076</b>	<b>956</b>	<b>2,136</b>	<b>2,254</b>	减:所得税费用	44	55	96	157
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-2	-3	-5
应付账款	556	238	1,054	846	<b>归属母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>311</b>	<b>550</b>	<b>897</b>
其他流动负债	520	718	1,082	1,407	EBIT	270	331	597	985
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>44</b>	EBITDA	270	362	642	1,052
长期借款	0	3	9	17					
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>	<b>1,103</b>	<b>986</b>	<b>2,172</b>	<b>2,298</b>	每股收益(元)	2.96	3.53	6.25	10.19
少数股东权益	-0	-2	-5	-10	每股净资产(元)	16.55	20.09	26.22	36.28
归属母公司股东权益	1,457	1,768	2,308	3,192	发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,560</b>	<b>2,752</b>	<b>4,475</b>	<b>5,480</b>	ROIC(%)	15.8%	15.9%	21.9%	26.0%
					ROE(%)	17.8%	17.5%	23.7%	28.0%
					毛利率(%)	37.6%	34.8%	33.8%	34.9%
					销售净利率(%)	16.4%	12.8%	14.1%	15.4%
					资产负债率(%)	43.1%	35.8%	48.5%	41.9%
					收入增长率(%)	68.1%	53.4%	60.1%	49.6%
					净利润增长率(%)	153.2%	19.5%	76.8%	63.1%
					P/E	164.16	137.36	77.70	47.63
					P/B	29.33	24.17	18.52	13.38
					EV/EBITDA	153.28	114.27	63.00	38.11

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](http://www.dwzq.com.cn)