

业绩快报点评: 2022 年并网逆变器量利双升, 储能业务增长亮眼

买入 (上调)

2022 年 02 月 28 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 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	2,686	5,293	7,789
同比 (%)	68.09%	69.03%	97.06%	47.14%
归母净利润 (百万元)	260	281	673	1032
同比 (%)	153.16%	7.99%	139.53%	53.27%
每股收益 (元/股)	2.96	3.19	7.65	11.73
P/E (倍)	80.43	143.88	51.76	33.77

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2021 年业绩快报, 公司预计 2021 年实现营业收入 26.86 亿元, 同比+69%; 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比+8%。2021Q4 实现营业收入 9.67 亿元, 同比+75%, 环比+53%; 实现归母净利润 0.66 亿元, 同比+1%, 环比+6%。剔除股权激励费用后, 公司 2021 年归母净利润为 3.02 亿元, 同比+16%, 符合市场预期。

■ **国产芯片逐步上量, 看好 2022 年并网逆变器量利双升。**我们预计 2021 年并网逆变器出货 44-45 万台, 按照单台 14kw 计算对应 6.2-6.3GW, 同增约 35%, 市占率提升至 4%。2021Q4 出货约 8 万台, 同比-4%, 环比+20%。主要受制于芯片供应紧缺, 公司产能未完全发挥。2022 年公司引入新的国内芯片供应商, 2 月起已逐步上量, 我们预计公司 2022 年逆变器出货达 80-90 万台, 同增 78-100%。盈利方面, 2021 年公司并网逆变器毛利率约 33-34%, 同降约 3pcts, 主要由于芯片和海外运费上涨所致。2022 年 1 月起公司海外新订单涨价约 5%, 传导成本上涨, 毛利率可逐步修复, 2022 年实现量利双升。

■ **储能增长亮眼, 户用光伏逐步起量。**我们预计 2021 年储能业务收入 3.8-4 亿元, 同增约 138%, 收入占比由 2021 年的 10%提升至 2022 年的 15%。2021 年公司储能逆变器出货 5-6 万台, 电池 pack 出货 8-9 千套。2022 年公司规划储能业务达到 10 亿元+收入, 翻多倍增长, 营业收入贡献进一步提升。2021 年公司拓展户用光伏新业务, Q4 完成约 70MW, 后续瞄准苏州工业园区, 业务体量将逐步扩大, 成为新的增长点。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于芯片紧缺, 成本上涨, 我们下调 2021 年公司盈利, 同时基于 2022 年公司芯片保供能力增强、海外售价提升、储能业务发力, 我们上调 2022 年和 2023 年盈利预测, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.81 亿元、6.73 亿元、10.32 亿元 (前值为 3.11 亿元、5.50 亿元、8.97 亿元), 对应 PE 为 144/52/34 倍, 上调至 “买入” 评级。

■ **风险提示:** 政策不及预期, 市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	396.00
一年最低/最高价	165.36/635.04
市净率(倍)	22.05
流通 A 股市值(百万元)	22419.71

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): 出货结构进一步改善, 储能业务占比提升》

2021-10-29

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

3、《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

公司发布 2021 年业绩快报: 公司预计 2021 年实现营业收入 26.86 亿元, 同比+69%; 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比+8%。2021Q4 实现营业收入 9.67 亿元, 同比+75%, 环比+53%; 实现归母净利润 0.66 亿元, 同比+1%, 环比+6%。剔除股权激励费用后, 公司 2021 年归母净利润为 3.02 亿元, 同比+16%, 符合市场预期。

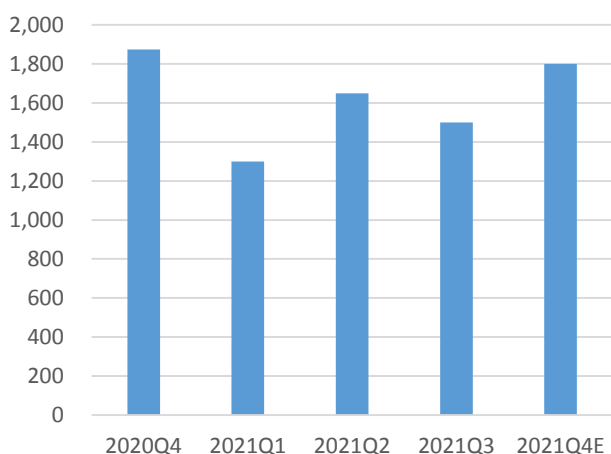
表 1: 公司预计 2021 年实现营业收入 26.86 亿元, 同增 69%; 归母净利润 2.81 亿元, 同增 8%。(亿元, %)

固德威	2021E	2020	同比	2021Q4E	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入	26.86	15.89	+69%	9.67	5.48	+75%	6.32	+53%
归母净利润	2.81	2.60	+8%	0.66	0.64	+1%	0.62	+6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

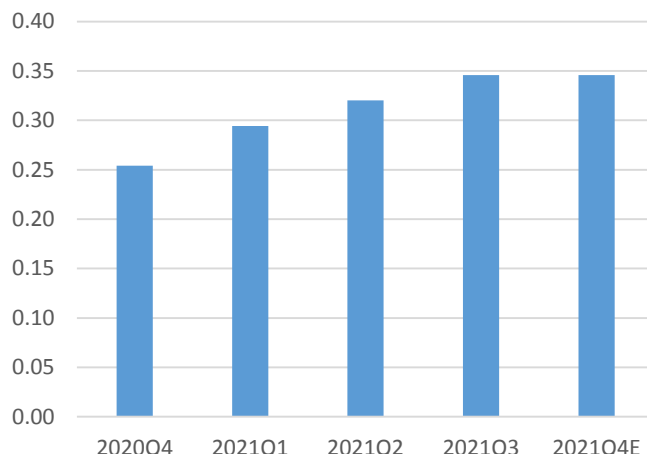
国产芯片逐步上量, 看好 2022 年并网逆变器量利双升。 我们预计 2021 年并网逆变器出货 44-45 万台, 按照单台 14kw 计算对应 6.2-6.3GW, 同增约 35%, 市占率提升至 4%。2021Q4 出货约 8 万台, 同比-4%, 环比+20%。主要受制于芯片供应紧缺, 公司产能未完全发挥。2022 年公司引入新的国内芯片供应商, 2 月起已逐步上量, 我们预计公司 2022 年逆变器出货达 80-90 万台, 同增 78-100%。盈利方面, 2021 年公司并网逆变器毛利率约 33-34%, 同降约 3pcts, 主要由于芯片和海外运费上涨所致。2022 年 1 月起公司海外新订单涨价约 5%, 传导成本上涨, 毛利率可逐步修复, 2022 年实现量利双升。

图 1: 公司逆变器季度出货情况 (MW)



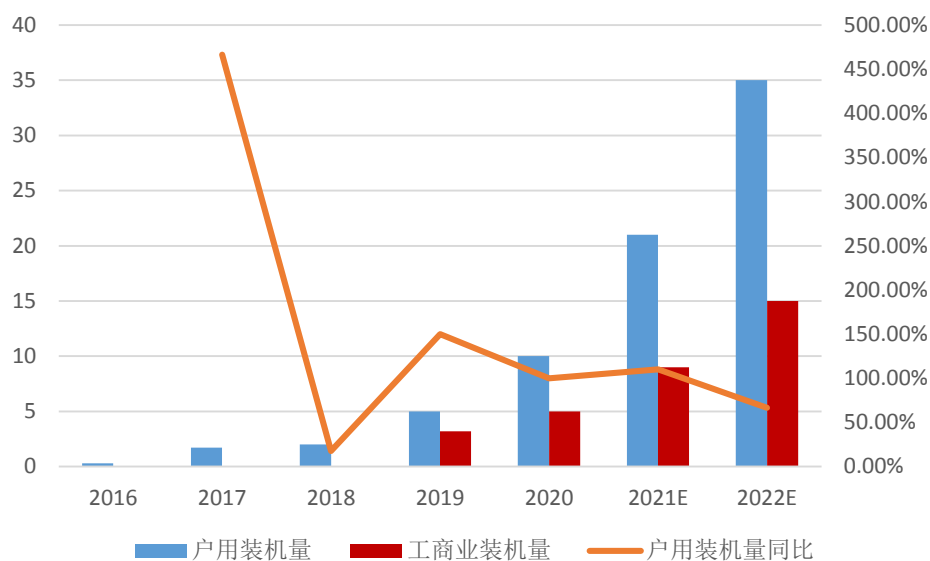
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 公司逆变器价格变动情况 (元/W)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

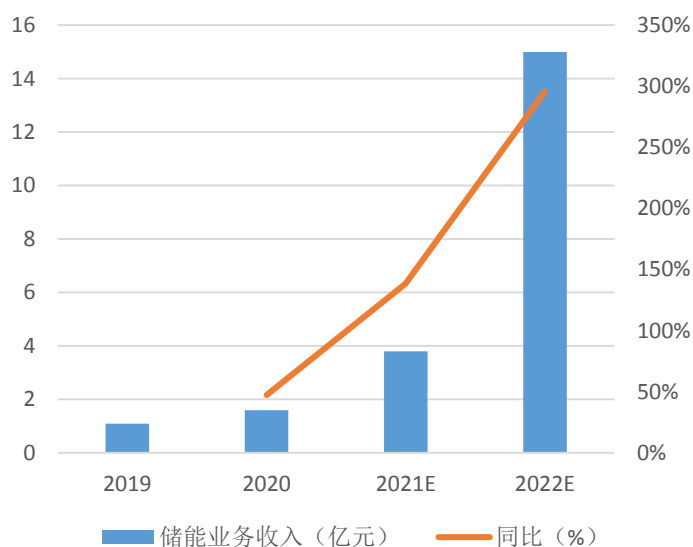
图 3: 国内户用及工商业光伏年度装机情况及预测 (GW)



数据来源：能源局、发改委，东吴证券研究所

储能增长亮眼，户用光伏逐步起量。我们预计 2021 年储能业务收入 3.8-4 亿元，同增约 138%，收入占比由 2021 年的 10% 提升至 2022 年的 15%。2021 年公司储能逆变器出货 5-6 万台，电池 pack 出货 8-9 千套。2022 年公司规划储能业务达到 10 亿元+收入，翻多倍增长，营业收入贡献进一步提升。2021 年公司拓展户用光伏新业务，Q4 完成约 70MW，后续瞄准苏州工业园区，业务体量将逐步扩大，成为新的增长点。

图 3: 公司储能业务收入情况及增速 (亿元, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于芯片紧缺，成本上涨，我们下调 2021 年公司盈利，同时基于 2022 年公司芯片保供能力增强、海外售价提升、储能业务发力，我们上调 2022 年和 2023 年盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.81 亿元、6.73 亿元、10.32 亿元（前值为 3.11 亿元、5.50 亿元、8.97 亿元），对应 PE 为 144/52/34 倍，上调至“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，市场竞争加剧等。

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	2187	3244	5726	8594	营业收入	1,589	2,686	5,293	7,789
现金	1088	1724	3252	5175	减:营业成本	992	1,798	3,628	5,466
应收账款	148	250	494	726	营业税金及附加	10	18	29	35
存货	350	634	1279	1927	营业费用	131	250	429	545
其他流动资产	601	636	701	766	管理费用	57	118	206	273
非流动资产	372	469	588	700	研发费用	92	175	307	428
长期股权投资	26	35	38	44	财务费用	6	-5	-84	-127
固定资产	275	359	450	551	资产减值损失	7	0	0	0
在建工程	7	8	10	12	加:投资净收益	-5	-17	-29	-23
无形资产	31	31	31	32	其他收益	13	13	37	62
其他非流动资产	33	36	58	60	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,560	3,714	6,314	9,294	营业利润	302	329	786	1207
流动负债	1,076	1,964	3,906	5,870	加:营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	303	330	786	1207
应付账款	556	1009	2036	3067	减:所得税费用	44	49	115	178
其他流动负债	520	955	1,870	2,803	少数股东损益	-1	0	-2	-3
非流动负债	27	26	26	26	归属母公司净利润	260	281	673	1032
长期借款	0	0	0	0	EBIT	308	328	693	1042
其他非流动负债	27	26	26	26	EBITDA	330	350	718	1069
负债合计	1,103	1,989	3,933	5,896	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	0	-3	-5	每股收益(元)	2.96	3.19	7.65	11.73
归属母公司股东权益	1,457	1,724	2,384	3,403	每股净资产(元)	16.55	19.60	27.10	38.67
负债和股东权益	2,560	3,714	6,314	9,294	发行在外股份(百万股)	88.00	88.00	88.00	88.00
					ROIC(%)	18%	16%	25%	26%
					ROE(%)	18%	16%	28%	30%
					毛利率(%)	38%	33%	31%	30%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	16%	10%	13%	13%
经营活动现金流	440	765	1724	2094	资产负债率(%)	43%	54%	62%	63%
投资活动现金流	-729	-136	-173	-162	收入增长率(%)	68%	69%	97%	47%
筹资活动现金流	732	19	-10	5	净利润增长率(%)	153%	8%	140%	53%
现金净增加额	433	635	1528	1923	P/E	80.43	143.88	51.76	33.77
折旧和摊销	22	23	25	27	P/B	14.37	23.45	14.61	10.24
资本开支	98	108	118	130	EV/EBITDA	60.09	110.57	44.00	27.78
营运资本变动	-320	-433	-987	-1002					

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>