

## 固德威 (688390)

### 2022Q1 业绩不及预期, 2022Q2 起芯片问题逐步解决, 储能增长亮眼

增持 (下调)

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E  |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 (百万元)       | 2,678 | 4,741 | 7,454 | 10,806 |
| 同比                | 69%   | 77%   | 57%   | 45%    |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 280   | 421   | 662   | 959    |
| 同比                | 7%    | 51%   | 57%   | 45%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 3.18  | 4.78  | 7.52  | 10.90  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 57.05 | 37.89 | 24.10 | 16.63  |

#### 投资要点

■ **事件:** 2021 年实现营收 26.78 亿元, 同增 68.53%; 归母净利润 2.8 亿元, 同增 7.4%。其中 2021Q4 营收 9.59 亿元, 同增 75.02%, 环增 51.89%; 归母净利润 0.64 亿元, 同增 1.40%, 环增 3.80%。2022Q1 实现营收 6.5 亿元, 同增 46.16%, 环降 32.27%; 归母净利润 0.09 亿元, 同降 86.54%, 环降 85.38%, 公司业绩低于市场预期, 主要是芯片紧缺影响出货, 同时销售、研发费用高增所致。

■ **芯片紧缺影响出货, 2022Q2 开始逐步改善。** 2021 年公司并网逆变器收入 19.54 亿元, 同增 43%, 出货量约 44.72 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%。其中 2021Q4 出货约 11-12 万台。我们预计公司 2022Q1 出货 8-8.5 万台, 环比下降 39%, 主要是受制于疫情和芯片紧缺, 公司产能未完全发挥。2022Q1 逆变器毛利率约 33%, 略有提升, 主要是海外占比达 90%且提价 10%所致。2022Q2 看涨价继续传导, 海外运费降低, 叠加人民币汇率贬值, 盈利或将有所改善。2022 年 2 月底公司已引入新的国内芯片供应商, 我们预计 2022Q2 起公司出货将明显提升, 全年出货 70-75 万台, 同增 60%左右。

■ **储能增长亮眼, 户用光伏逐步起量。** 2021 年公司储能逆变器收入 4.78 亿元, 同增 200%, 出货量约 6.08 万台, 占比 12%左右。2022Q1 储能销 3 万台左右, 同环比+340%/+50%左右, 公司深耕欧洲户用市场, 将充分受益欧洲光储市场爆发, 我们预计 2022 年公司储能逆变器出货 10-12 万台, 叠加电池 pack 业务逐步上量, 储能业务占比将进一步提升。2021 年底开始公司拓展户用光伏新业务, 布局 200 个县, 开发能力强, 资金问题逐步解决, 业务体量逐步扩大, 2022 年计划开发 0.5-1GW 规模, 成为新的增长点。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于公司受疫情影响芯片短缺, 管理和研发费用高企, 我们下调公司 2022-2024 年业绩为 4.21、6.62、9.59 亿元 (2022、2023 年前值为 6.73、10.32 亿元), 同比+51%/57%/45%, 对应 PE 分别为 38、24、17 倍, 下调至“增持”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)        | 181.23        |
| 一年最低/最高价      | 181.23/575.00 |
| 市净率(倍)        | 9.51          |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,260.41     |
| 总市值(百万元)      | 15,948.24     |

#### 基础数据

|              |       |
|--------------|-------|
| 每股净资产(元,LF)  | 19.05 |
| 资产负债率(% ,LF) | 56.40 |
| 总股本(百万股)     | 88.00 |
| 流通 A 股(百万股)  | 56.62 |

#### 相关研究

《固德威(688390): 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》

2022-02-28

《固德威(688390): 出货结构进一步改善, 储能业务占比提升》

2021-10-29

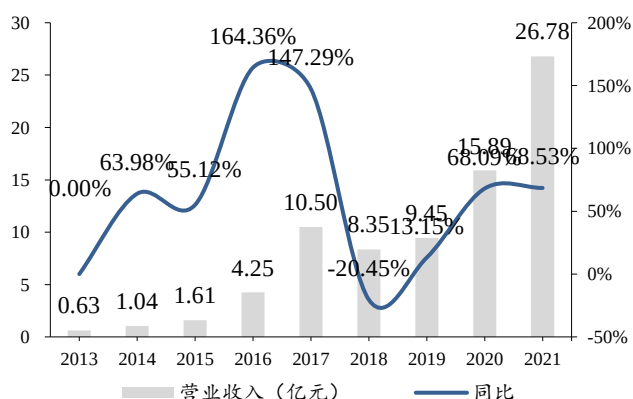
2021 年公司实现营业收入 26.78 亿元，同比增长 68.53%。公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 26.78 亿元，同比增长 68.53%；实现利润总额 2.96 亿元，同比下降 2.12%；实现归属母公司净利润 2.8 亿元，同比增长 7.40%。其中 2021Q4 实现营业收入 9.59 亿元，同比增长 75.02%，环比增长 51.89%；实现归属母公司净利润 0.64 亿元，同比增长 1.40%，环比增长 3.80%。2022Q1 实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 46.16%，环比下降 32.27%；实现归属母公司净利润 0.09 亿元，同比下降 86.54%，环比下降 85.38%。2021 年毛利率为 31.66%，同比下降 5.94pct，2022Q1 毛利率 30.12%，同比下降 7.68pct，环比增长 3.64pct；2021 年归母净利率为 10.44%，同比下降 5.94pct，2022Q1 归母净利率 1.45%，同比下降 14.28pct，环比下降 5.26pct。公司业绩低于市场预期，主要是芯片紧缺影响出货，同时销售、研发费用高增所致。

图1：2021 年收入 26.78 亿元，同比增长 68.53%；盈利 2.8 亿元，同比增长 7.40%

| 固德威      | 2021  | 2020  | 2021 同比 | 2022Q1 | 2021Q1 | 2022Q1 同比 | 2021Q4 | 2022Q1 环比 |
|----------|-------|-------|---------|--------|--------|-----------|--------|-----------|
| 营业收入     | 26.78 | 15.89 | 68.5%   | 6.50   | 4.45   | 46.2%     | 9.59   | -32.3%    |
| 毛利率      | 31.7% | 37.6% | -5.9pct | 30.1%  | 37.8%  | -7.7pct   | 26.5%  | 3.6pct    |
| 营业利润     | 2.96  | 3.02  | -1.8%   | 0.09   | 0.81   | -88.4%    | 0.55   | -83.0%    |
| 利润总额     | 2.96  | 3.03  | -2.1%   | 0.09   | 0.81   | -88.5%    | 0.55   | -82.8%    |
| 归属母公司净利润 | 2.80  | 2.60  | 7.4%    | 0.09   | 0.70   | -86.5%    | 0.64   | -85.4%    |
| 扣非归母净利润  | 2.45  | 2.41  | 1.7%    | 0.05   | 0.65   | -92.0%    | 0.40   | -87.0%    |
| 归母净利率    | 10.4% | 16.4% | -5.9pct | 1.4%   | 15.7%  | -14.3pct  | 6.7%   | -5.3pct   |
| 股本（亿股）   | 0.88  | 0.88  | -       | 0.88   | 0.88   | -         | 0.88   | -         |
| EPS（元/股） | 3.18  | 2.96  | 7.4%    | 0.11   | 0.79   | -86.5%    | 0.73   | -85.4%    |

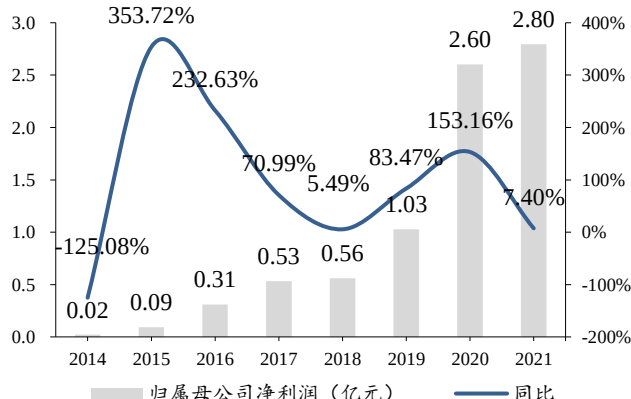
数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：2021 年收入 26.78 亿元，同比+68.53%



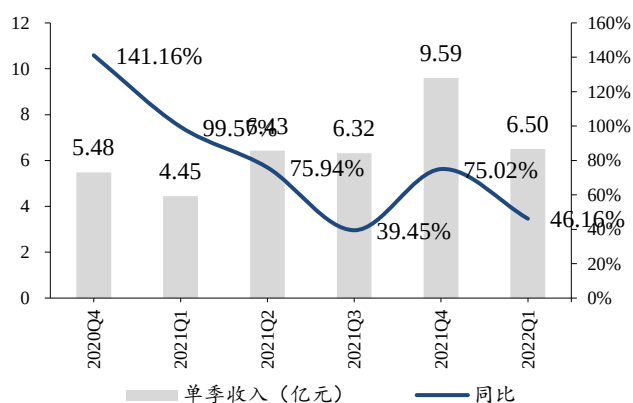
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：2021 年归母净利润 2.8 亿元，同比+7.40%



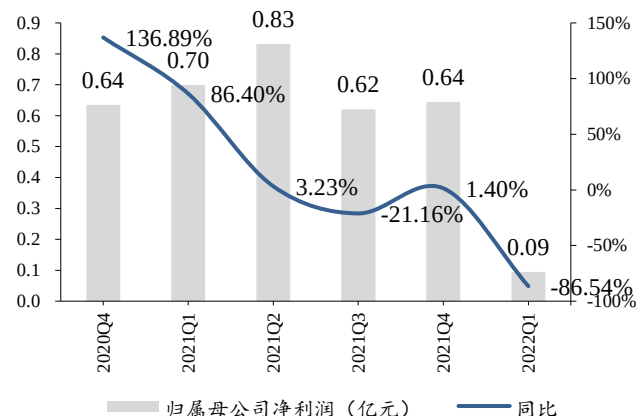
数据来源：wind，东吴证券研究所

图4: 2022Q1 收入 6.5 亿元, 同比+46.16%



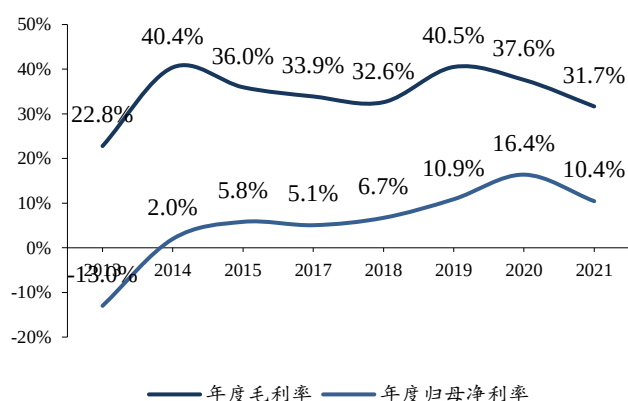
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1 归母净利润 0.09 亿元, 同比-86.54%



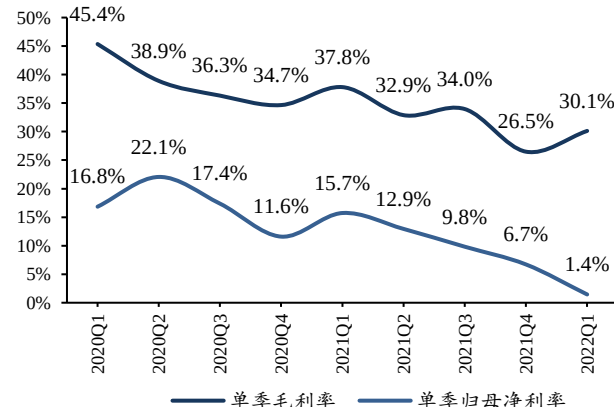
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图6: 2021 年毛利率、净利率同比-5.94、-5.94pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

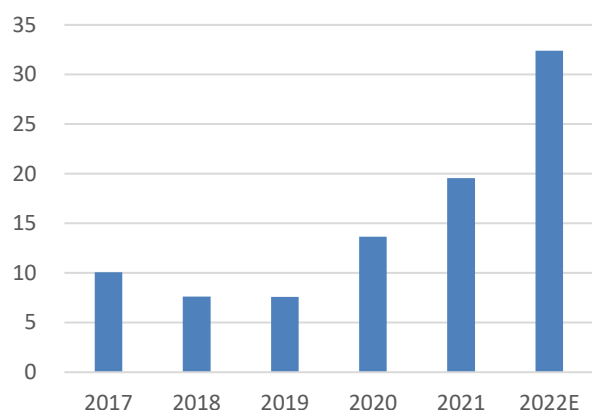
图7: 2022Q1 毛利率、净利率同比-7.68、-14.28pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

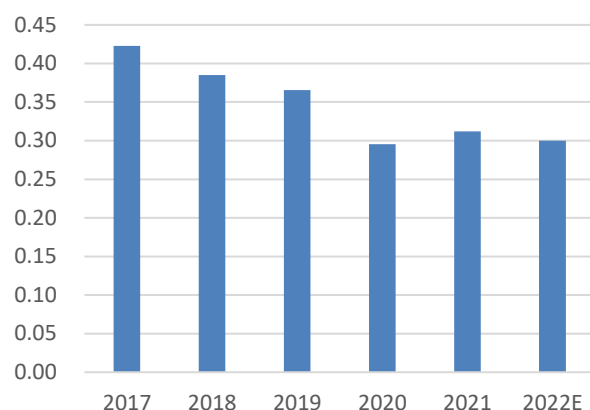
**芯片紧缺影响出货, 2022Q2 开始逐步改善。**2021 年公司并网逆变器收入 19.54 亿元, 同增 43%, 出货量约 44.72 万台, 按照单台 14kw 计算对应 6.2-6.3GW, 同增约 35%, 市占率提升至 4%。其中 2021Q4 出货约 11-12 万台。我们预计公司 2022Q1 出货 8-8.5 万台, 环比下降 39%, 主要是受制于疫情和芯片紧缺, 公司产能未完全发挥。2022Q1 逆变器毛利率约 33%, 略有提升, 主要是海外占比达 90%且提价 10%所致。2022Q2 看涨价继续传导, 海外运费降低, 叠加人民币汇率贬值, 盈利或将有所改善。2022 年 2 月底公司已引入新的国内芯片供应商, 我们预计 2022Q2 起公司出货将明显提升, 全年出货 70-75 万台, 同增 60%左右。

图8: 公司逆变器营收 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

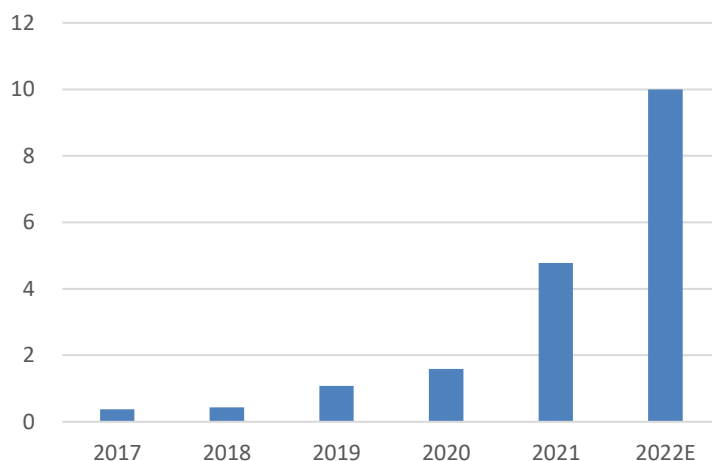
图9: 公司逆变器单瓦价格 (元/W)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**储能增长亮眼, 户用光伏逐步起量。**2021 年公司储能逆变器收入 4.78 亿元, 同增 200%, 出货约 6.08 万台, 占比 12%左右。2022Q1 储能销 3 万台左右, 同环比+340%/+50%左右, 公司深耕欧洲户用市场, 将充分受益欧洲光储市场爆发, 我们预计 2022 年公司储能逆变器出货 10-12 万台, 叠加电池 pack 业务逐步上量, 储能业务占比将进一步提升。2021 年底开始公司拓展户用光伏新业务, 布局 200 个县, 开发能力强, 资金问题逐步解决, 业务体量逐步扩大, 2022 年计划开发 0.5-1GW 规模, 成为新的增长点。

图10: 公司储能业务营收 (亿元)

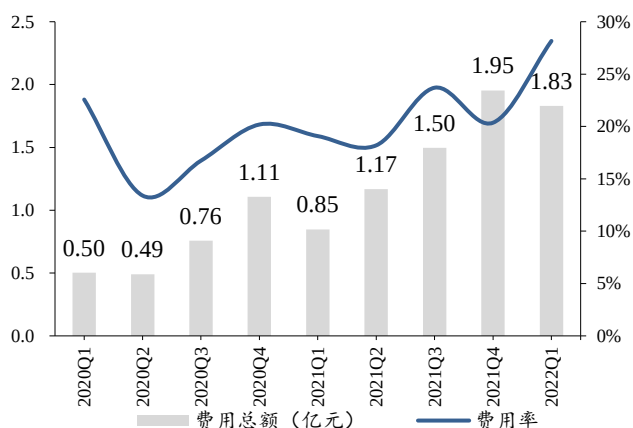


数据来源: wind, 东吴证券研究所

**经营规模扩大, 期间费用率有所上升。**公司 2021 年期间费用同比增长 91.39%至 5.47 亿元, 期间费用率上升 2.44 个百分点至 20.41%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 61.17%、上升 97.76%、上升 104.85%、上升 591.65%至 2.11 亿元、2.94 亿元、1.88 亿元、0.42 亿元; 费用率分别下降 0.36、上升 1.62、上升 1.25、

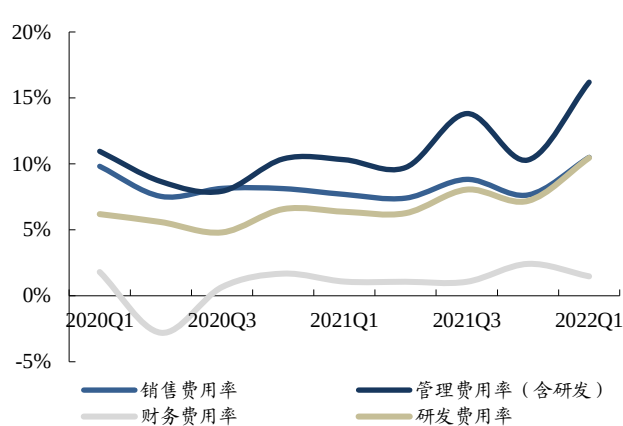
上升 1.17 个百分点至 7.87%、10.99%、7.04%、1.55%。2022Q1，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+99.67%/+129.45%/+139.90%/+100.04%，费用率分别为 10.50%/16.19%/10.46%/1.47%。销售费用、管理费用大幅增加主要系销售人员、管理人员支出增加及实施股权激励计划所致，研发费用大幅增加主要系研发团队扩张，职工薪酬及研发投入增加所致，财务费用大幅增加主要系汇兑损失所致。

图11：2021年期间费用 5.47 亿元，同比+91.39%



数据来源：wind，东吴证券研究所

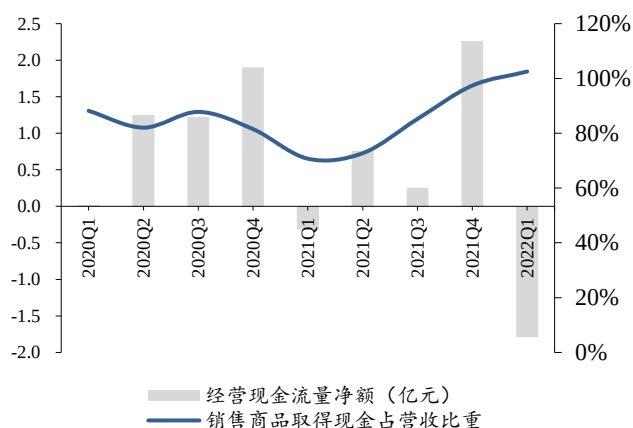
图12：2022Q1 期间费用率 28.16%，同比+9.09pct



数据来源：wind，东吴证券研究所

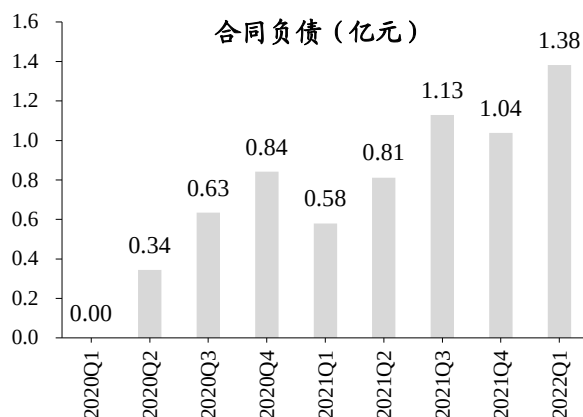
**现金流净流入有所下降，存货大幅上升。**2021 年经营活动现金流量净流入 2.96 亿元，同比下降 32.68%。2021 年末合同负债 1.04 亿元，较年初增长 0.2 亿元。2021 年末应收账款 3.1 亿元，较年初增长 1.62 亿元，应收账款周转天数上升 1.08 天至 30.81 天。2021 年末存货 8.55 亿元，较年初上升 5.05 亿元，主要系增加战略性备货所致；存货周转天数上升 21.59 天至 118.47 天。2022Q1 经营活动现金净流出 1.79 亿元，同比降低 462.34%。2022Q1 销售商品取得现金 6.66 亿元，同比增长 111.90%。2021 年末合同负债 1.38 亿元，同比增长 0.80 亿元。2022Q1 末存货 11.96 亿元，同比增长 7.44 亿元。2021Q4 末应收账款 3.00 亿元，同比增长 1.09 亿元。

图13: 2022Q1 现金净流出 1.79 亿元, 同比-462.34%



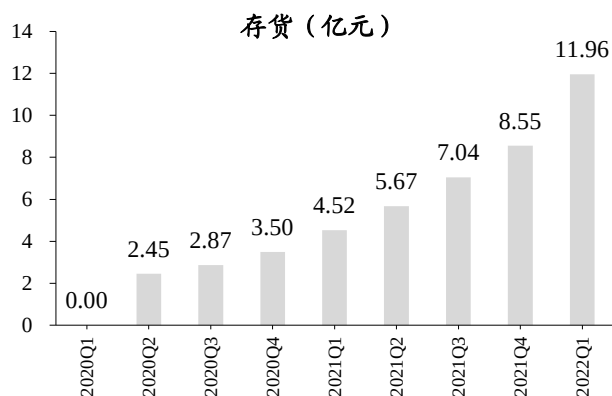
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q1 期末合同负债 1.38 亿元, 同比+138.62%



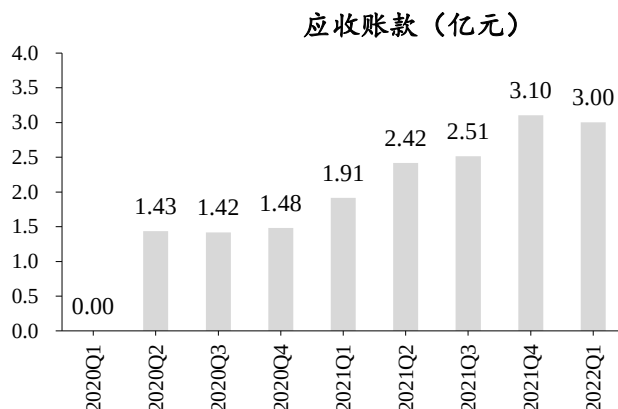
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图15: 2022Q1 期末存货 11.96 亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图16: 2022Q1 期末应收账款 3 亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于公司受疫情影响芯片短缺, 管理和研发费用高企, 我们下调公司 2022-2024 年业绩为 4.21、6.62、9.59 亿元 (2022、2023 年前值为 6.73、10.32 亿元), 同比+51%/57%/45%, 对应 PE 分别为 38、24、17 倍, 下调至“增持”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)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E         | 利润表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,940</b> | <b>4,971</b> | <b>7,188</b> | <b>10,522</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,678</b> | <b>4,741</b> | <b>7,454</b> | <b>10,806</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,302        | 2,182        | 3,144        | 4,807         | 营业成本(含金融类)      | 1,830        | 3,318        | 5,345        | 7,843         |
| 经营性应收款项          | 698          | 1,109        | 1,364        | 1,807         | 税金及附加           | 8            | 24           | 37           | 54            |
| 存货               | 855          | 1,550        | 2,497        | 3,664         | 销售费用            | 211          | 427          | 596          | 864           |
| 合同资产             | 3            | 4            | 7            | 10            | 管理费用            | 106          | 237          | 298          | 378           |
| 其他流动资产           | 83           | 125          | 176          | 234           | 研发费用            | 188          | 308          | 447          | 594           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>775</b>   | <b>1,053</b> | <b>1,356</b> | <b>1,635</b>  | 财务费用            | 42           | 3            | 28           | 21            |
| 长期股权投资           | 44           | 51           | 63           | 73            | 加:其他收益          | 24           | 43           | 16           | 0             |
| 固定资产及使用权资产       | 423          | 540          | 656          | 771           | 投资净收益           | 7            | 0            | 0            | 0             |
| 在建工程             | 111          | 215          | 319          | 424           | 公允价值变动          | -2           | 0            | 0            | 0             |
| 无形资产             | 76           | 121          | 167          | 212           | 减值损失            | -26          | 0            | 0            | 0             |
| 商誉               | 18           | 18           | 18           | 18            | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 长期待摊费用           | 10           | 13           | 18           | 21            | <b>营业利润</b>     | <b>296</b>   | <b>467</b>   | <b>717</b>   | <b>1,051</b>  |
| 其他非流动资产          | 93           | 94           | 116          | 117           | 营业外净收支          | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,715</b> | <b>6,024</b> | <b>8,543</b> | <b>12,157</b> | <b>利润总额</b>     | <b>296</b>   | <b>467</b>   | <b>717</b>   | <b>1,051</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,984</b> | <b>3,875</b> | <b>5,735</b> | <b>8,394</b>  | 减:所得税           | 18           | 48           | 58           | 96            |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 7            | 307          | 7            | 7             | <b>净利润</b>      | <b>278</b>   | <b>419</b>   | <b>659</b>   | <b>955</b>    |
| 经营性应付款项          | 1,684        | 3,053        | 4,917        | 7,215         | 减:少数股东损益        | -1           | -2           | -3           | -4            |
| 合同负债             | 104          | 188          | 303          | 445           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>280</b>   | <b>421</b>   | <b>662</b>   | <b>959</b>    |
| 其他流动负债           | 189          | 326          | 507          | 727           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 3.18         | 4.78         | 7.52         | 10.90         |
| 非流动负债            | 53           | 53           | 53           | 53            | EBIT            | 334          | 427          | 729          | 1,072         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0             | EBITDA          | 381          | 490          | 811          | 1,173         |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0             | 毛利率(%)          | 31.66        | 30.01        | 28.29        | 27.42         |
| 租赁负债             | 13           | 13           | 13           | 13            | 归母净利率(%)        | 10.44        | 8.88         | 8.88         | 8.87          |
| 其他非流动负债          | 39           | 39           | 39           | 39            | 收入增长率(%)        | 68.53        | 77.04        | 57.21        | 44.98         |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,037</b> | <b>3,927</b> | <b>5,788</b> | <b>8,447</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 7.40         | 50.59        | 57.23        | 44.89         |
| 归属母公司股东权益        | 1,656        | 2,077        | 2,739        | 3,698         |                 |              |              |              |               |
| 少数股东权益           | 22           | 20           | 17           | 13            |                 |              |              |              |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,678</b> | <b>2,097</b> | <b>2,756</b> | <b>3,710</b>  |                 |              |              |              |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>3,715</b> | <b>6,024</b> | <b>8,543</b> | <b>12,157</b> |                 |              |              |              |               |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标      | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 296   | 927   | 1,652 | 2,043 | 每股净资产(元)       | 18.82 | 23.60 | 31.12 | 42.02 |
| 投资活动现金流    | 51    | -341  | -385  | -380  | 最新发行在外股份(百万股)  | 88    | 88    | 88    | 88    |
| 筹资活动现金流    | -111  | 294   | -306  | 0     | ROIC(%)        | 19.94 | 18.64 | 25.81 | 29.93 |
| 现金净增加额     | 210   | 880   | 962   | 1,663 | ROE-摊薄(%)      | 16.88 | 20.27 | 24.17 | 25.93 |
| 折旧和摊销      | 46    | 63    | 81    | 101   | 资产负债率(%)       | 54.83 | 65.19 | 67.74 | 69.48 |
| 资本开支       | -318  | -329  | -366  | -365  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 57.05 | 37.89 | 24.10 | 16.63 |
| 营运资本变动     | -90   | 345   | 776   | 826   | P/B(现价)        | 9.63  | 7.68  | 5.82  | 4.31  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>