

2022年04月26日

证券研究报告·2021年报&2022一季报点评

固德威(688390) 电力设备

持有 (维持)

当前价: 160.74

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 费用增长短期盈利承压，新业务值得期待

### 投资要点

- **业绩总结:** 2021年公司实现营收 26.78 亿元, 同比增长 68.53%; 归母净利润 2.80 亿元, 同比增长 7.40%; 扣非净利润 2.45 亿元, 同比增长 1.69%; EPS 3.18 元。2022Q1 公司实现营收 6.50 亿元, 同比增长 46.16%; 归母净利润 0.09 亿元, 同比下降 86.54%; 扣非净利润 0.05 亿元, 同比下降 92.00%, EPS 0.11 元。
- **逆变器销量保持高增, 海外优势市场盈利相对稳定。** 2021 年公司逆变器销量延续高增趋势, 全年销量 50.8 万台, 同比增长 44.2%。其中并网逆变器销售 44.72 万台, 同比增长 35.49%; 储能逆变器销售 6.07 万台, 同比增长 154.01%, 储能逆变器销量占比由 2020 年的 6.3% 提升至 2021 年的 12%。销量高增带动营收快速增长, 2021 年并网逆变器营收 19.54 亿元, 同比增长 43.28%; 储能产品 (含少部分储能电池新业务) 营收 4.78 亿元, 同比增长 201.28%。22Q1 公司逆变器销量约 11 万台, 其中储能逆变器销量约 3 万台, 同比增长超过 300%。公司储能逆变器主要面向海外市场, 盈利能力较并网逆变器更强, 2021 年在传统欧洲优势市场中, 毛利率达 47.24%。
- **一季度盈利下降主要受期间费用大幅增长的影响。** 22Q1 公司综合毛利率 30.12%, 较 21Q4 环比提升 3.6pp; 净利率 1.12%, 较 21Q4 环比下降 5.7pp。盈利能力下降主要源于期间费用大幅增长, 22Q1 公司期间费用率为 28.16%, 环比提升约 7.8pp。其中研发费用和销售费用率提升较多, 22Q1 研发费用同比增长 139.9%, 研发费用率提升至 10.46%; 销售费用同比增长 99.67%, 销售费用率提升至 10.50%。随着研发、渠道投入的成果转化, 营收将持续增长, 费用率将摊薄, 盈利能力将修复回升。
- **储能电池与户用系统新业务稳步推进, 配套逆变器业务形成协同效应。** 报告期内公司成立控股子公司昱德新能源, 布局户用光伏系统; 推出两款储能锂电池产品。储能电池与户用系统可配套公司储能逆变器、逆变器产品, 协同公司优势逆变器业务, 进一步提高逆变器出货量和市占率, 同时也带来业绩新增点。
- **盈利预测与投资建议:** 22 年公司盈利有望修复, 储能电池与系统新业务逐渐贡献盈利。预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 62.74%, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机不及预期; 原材料价格上涨, 公司盈利能力下降; 汇率波动的风险; 政策变化的风险。

| 指标/年度          | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E    |
|----------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 2678.11 | 5536.31 | 7967.02 | 11275.83 |
| 增长率            | 68.53%  | 106.72% | 43.90%  | 41.53%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 279.54  | 542.31  | 857.20  | 1204.73  |
| 增长率            | 7.40%   | 94.01%  | 58.06%  | 40.54%   |
| 每股收益 EPS (元)   | 3.18    | 6.16    | 9.74    | 13.69    |
| 净资产收益率 ROE     | 16.60%  | 25.06%  | 29.43%  | 30.54%   |
| PE             | 51      | 26      | 17      | 12       |
| PB             | 8.54    | 6.62    | 4.90    | 3.61     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨

执业证号: S1250521080001

电话: 021-58351917

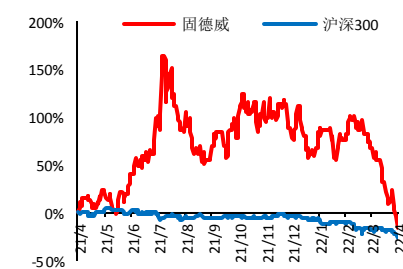
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师

电话: 021-58351679

邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本(亿股)      | 0.88          |
| 流通 A 股(亿股)   | 0.57          |
| 52 周内股价区间(元) | 180.02-635.04 |
| 总市值(亿元)      | 141.45        |
| 总资产(亿元)      | 38.93         |
| 每股净资产(元)     | 19.05         |

### 相关研究

1. 固德威(688390): 盈利环比改善, 工商业储能市场值得期待 (2021-10-28)
2. 固德威(688390): 出货保持高增, 储能与并网共放异彩 (2021-08-26)

### 关键假设：

假设 1：全球光伏市场蓬勃发展，逆变器需求长期高增，2022-2024 年公司并网逆变器销量增速分别为 50%/45%/40%，毛利率分别为 33%/32%/30%。

假设 2：储能产品中，储能逆变器受益于海外储能需求增长，2022-2024 年销量分别为 12 万台/20 万台/30 万台，毛利率分别为 40%/38%/38%；同期储能电池出货分别为 0.5GWh/0.8GWh/1.5GWh。

假设 3：户用系统受益于我国分布式光伏市场快速发展，2022-2024 年销量分别为 0.5GW/0.8GW/1.2GW。

假设 4：其他业务保持平稳增长。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元  |     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E   |
|---------|-----|--------|--------|--------|---------|
| 光伏并网逆变器 | 收入  | 1954.5 | 3059.2 | 4359.3 | 6103.1  |
|         | 增速  | 43.3%  | 56.5%  | 42.5%  | 40.0%   |
|         | 成本  | 1345.6 | 2049.7 | 2964.3 | 4272.1  |
|         | 毛利率 | 31.2%  | 33.0%  | 32.0%  | 30.0%   |
| 储能产品    | 收入  | 478.0  | 1402.0 | 2080.0 | 3150.0  |
|         | 增速  | 201.3% | 193.3% | 48.4%  | 51.4%   |
|         | 成本  | 286.0  | 918.2  | 1361.6 | 2073.0  |
|         | 毛利率 | 40.2%  | 34.5%  | 34.5%  | 34.2%   |
| 户用系统    | 收入  | 175.0  | 1000.0 | 1440.0 | 1920.0  |
|         | 增速  | —      | 471.4% | 44.0%  | 33.3%   |
|         | 成本  | 151.0  | 860.0  | 1180.8 | 1612.8  |
|         | 毛利率 | 13.7%  | 14.0%  | 18.0%  | 16.0%   |
| 其他收入    | 收入  | 53.8   | 50.0   | 50.0   | 50.0    |
|         | 增速  | -10.9% | -7.1%  | 0.0%   | 0.0%    |
|         | 成本  | 36.3   | 35.0   | 37.5   | 37.5    |
|         | 毛利率 | 32.7%  | 30.0%  | 25.0%  | 25.0%   |
| 其他业务    | 收入  | 16.75  | 25.13  | 37.69  | 52.77   |
|         | 增速  | 184.8% | 50.0%  | 50.0%  | 40.0%   |
|         | 成本  | 11.4   | 17.6   | 26.4   | 36.9    |
|         | 毛利率 | 32.1%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%   |
| 合计      | 收入  | 2678.1 | 5536.3 | 7967.0 | 11275.8 |
|         | 增速  | 68.5%  | 106.7% | 43.9%  | 41.5%   |
|         | 成本  | 1830.2 | 3880.4 | 5570.6 | 8032.4  |
|         | 毛利率 | 31.7%  | 29.9%  | 30.1%  | 28.8%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E           | 现金流量表（百万元）        | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 2678.11        | 5536.31        | 7967.02        | 11275.83        | 净利润               | 278.47         | 540.25         | 853.94         | 1200.15        |
| 营业成本          | 1830.17        | 3880.44        | 5570.63        | 8032.38         | 折旧与摊销             | 46.36          | 35.78          | 43.44          | 48.77          |
| 营业税金及附加       | 8.28           | 26.41          | 35.39          | 48.78           | 财务费用              | 41.54          | 57.32          | 96.86          | 141.25         |
| 销售费用          | 210.82         | 415.22         | 557.69         | 732.93          | 资产减值损失            | -18.67         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 105.89         | 581.31         | 796.70         | 1014.82         | 经营营运资本变动          | 87.32          | 308.19         | 287.74         | 416.50         |
| 财务费用          | 41.54          | 57.32          | 96.86          | 141.25          | 其他                | -138.96        | 1.94           | 0.77           | 1.16           |
| 资产减值损失        | -18.67         | 0.00           | 0.00           | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>296.06</b>  | <b>943.49</b>  | <b>1282.75</b> | <b>1807.83</b> |
| 投资收益          | 7.25           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 资本支出              | -251.24        | -100.00        | -150.00        | -50.00         |
| 公允价值变动损益      | -1.83          | -0.80          | -1.15          | -1.03           | 其他                | 302.01         | -0.80          | -1.15          | -1.03          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>50.78</b>   | <b>-100.80</b> | <b>-151.15</b> | <b>-51.03</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>296.48</b>  | <b>574.80</b>  | <b>908.60</b>  | <b>1304.63</b>  | 短期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -0.35          | -0.06          | -0.16          | -0.13           | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>296.13</b>  | <b>574.73</b>  | <b>908.45</b>  | <b>1304.51</b>  | 股权融资              | 25.11          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 17.66          | 34.48          | 54.51          | 104.36          | 支付股利              | -105.60        | -55.91         | -108.46        | -171.44        |
| 净利润           | 278.47         | 540.25         | 853.94         | 1200.15         | 其他                | -30.22         | -71.21         | -96.86         | -141.25        |
| 少数股东损益        | -1.06          | -2.06          | -3.26          | -4.58           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-110.71</b> | <b>-127.12</b> | <b>-205.32</b> | <b>-312.69</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 279.54         | 542.31         | 857.20         | 1204.73         | <b>现金流量净额</b>     | <b>209.88</b>  | <b>715.56</b>  | <b>926.28</b>  | <b>1444.10</b> |
|               |                |                |                |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E           | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 1231.27        | 1946.84        | 2873.11        | 4317.22         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 707.44         | 1403.14        | 2048.19        | 2887.10         | 销售收入增长率           | 68.53%         | 106.72%        | 43.90%         | 41.53%         |
| 存货            | 854.97         | 1811.63        | 2601.59        | 3751.48         | 营业利润增长率           | -1.84%         | 93.87%         | 58.07%         | 43.59%         |
| 其他流动资产        | 146.27         | 203.73         | 262.25         | 341.90          | 净利润增长率            | 7.60%          | 94.01%         | 58.06%         | 40.54%         |
| 长期股权投资        | 43.56          | 43.56          | 43.56          | 43.56           | EBITDA 增长率        | 16.41%         | 73.76%         | 57.05%         | 42.50%         |
| 投资性房地产        | 6.51           | 6.51           | 6.51           | 6.51            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 513.41         | 586.78         | 702.51         | 712.90          | 毛利率               | 31.66%         | 29.91%         | 30.08%         | 28.76%         |
| 无形资产和开发支出     | 93.93          | 85.76          | 77.58          | 69.41           | 三费率               | 13.38%         | 19.04%         | 18.22%         | 16.75%         |
| 其他非流动资产       | 117.34         | 116.35         | 115.36         | 114.37          | 净利率               | 10.40%         | 9.76%          | 10.72%         | 10.64%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3714.70</b> | <b>6204.30</b> | <b>8730.66</b> | <b>12244.46</b> | ROE               | 16.60%         | 25.06%         | 29.43%         | 30.54%         |
| 短期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | ROA               | 7.50%          | 8.71%          | 9.78%          | 9.80%          |
| 应付和预收款项       | 1774.85        | 3787.96        | 5478.21        | 7831.31         | ROIC              | 91.70%         | 115.45%        | 166.64%        | 238.80%        |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 14.35%         | 12.06%         | 13.17%         | 13.26%         |
| 其他负债          | 262.07         | 260.63         | 351.25         | 483.24          | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2036.92</b> | <b>4048.58</b> | <b>5829.46</b> | <b>8314.56</b>  | 总资产周转率            | 0.85           | 1.12           | 1.07           | 1.08           |
| 股本            | 88.00          | 88.00          | 88.00          | 88.00           | 固定资产周转率           | 7.90           | 11.69          | 13.18          | 16.59          |
| 资本公积          | 971.98         | 971.98         | 971.98         | 971.98          | 应收账款周转率           | 11.68          | 12.17          | 10.75          | 10.62          |
| 留存收益          | 589.53         | 1075.94        | 1824.68        | 2857.97         | 存货周转率             | 3.03           | 2.91           | 2.52           | 2.53           |
| 归属母公司股东权益     | 1655.92        | 2135.92        | 2884.65        | 3917.94         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 84.19%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 21.86          | 19.80          | 16.54          | 11.96           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1677.79</b> | <b>2155.72</b> | <b>2901.19</b> | <b>3929.90</b>  | 资产负债率             | 54.83%         | 65.25%         | 66.77%         | 67.90%         |
| 负债和股东权益合计     | 3714.70        | 6204.30        | 8730.66        | 12244.46        | 带息债务/总负债          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                |                |                |                 | 流动比率              | 1.48           | 1.34           | 1.35           | 1.37           |
|               |                |                |                |                 | 速动比率              | 1.05           | 0.89           | 0.90           | 0.91           |
|               |                |                |                |                 | 股利支付率             | 37.78%         | 10.31%         | 12.65%         | 14.23%         |
|               |                |                |                |                 | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                 | 每股收益              | 3.18           | 6.16           | 9.74           | 13.69          |
|               |                |                |                |                 | 每股净资产             | 18.82          | 24.27          | 32.78          | 44.52          |
|               |                |                |                |                 | 每股经营现金            | 3.36           | 10.72          | 14.58          | 20.54          |
|               |                |                |                |                 | 每股股利              | 1.20           | 0.64           | 1.23           | 1.95           |
|               |                |                |                |                 |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E           |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 384.38         | 667.90         | 1048.90        | 1494.65         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 50.60          | 26.08          | 16.50          | 11.74           |                   |                |                |                |                |
| PB            | 8.54           | 6.62           | 4.90           | 3.61            |                   |                |                |                |                |
| PS            | 5.28           | 2.55           | 1.78           | 1.25            |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 33.10          | 17.97          | 10.56          | 6.44            |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.75%          | 0.40%          | 0.77%          | 1.21%           |                   |                |                |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理            | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理            | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理            | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |