

固德威 (688390)

2022 中报点评：芯片逐步解决、储能增长亮眼，Q3 起边际改善明显

买入 (上调)

2022 年 08 月 30 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

股价走势



盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,678	5,234	12,182	18,689
同比	69%	95%	133%	53%
归属母公司净利润 (百万元)	280	522	1,369	2,502
同比	7%	87%	162%	83%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.27	4.24	11.11	20.31
P/E (现价&最新股本摊薄)	183.37	98.21	37.45	20.49

投资要点

■ **事件：**公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 33.61%；实现利润总额 0.4 亿元，同比下降 77.25%；实现归属母公司净利润 0.55 亿元，同比下降 64.32%。其中 2022Q2 实现营业收入 8.03 亿元，同比增长 24.92%，环比增长 23.52%；实现归属母公司净利润 0.45 亿元，同比下降 45.63%，环比增长 380.24%。2022H1 毛利率为 29.18%，同比下降 5.72pct，2022Q2 毛利率 28.41%，同比下降 4.48pct，环比下降 1.72pct；2022H1 归母净利率为 3.76%，同比下降 10.32pct，2022Q2 归母净利率 5.63%，同比下降 7.31pct，环比增长 4.18pct。2022H1 因海外爆仓影响发货确认收入，业绩略不及预期。

■ **芯片逐步解决、储能增长亮眼。**公司 2022H1 逆变器出货 23.37 万台，其中并网 16.50 万台，储能 6.87 万台，境外约 21 万台，境内约 2 万台。2022Q2 以来供给能力逐渐上升，实际排产约 18 万台，环增 59%，但因海外爆仓影响出货，实际确认约 12 万台，环增约 7%。2022Q2 公司并网出货约 8.2 万台，储能出货约 3.9 万台，同比 158%/环比 29%，储能增长明显。2022H1 因芯片紧缺+疫情影响，叠加新业务费率较高，整体盈利承压；2022Q3 看随产能爬坡+芯片保供，边际改善明显，储能占比可达 30%。全年储能逆变器出货有望 30 万台，2023 年翻倍增长；并网逆变器 2022 年 40-50 万，2023 年 60-80 万台，持续高增！

■ **户用光伏逐步起量、新业务静待收获。**2021 年底开始公司拓展户用光伏业务，布局 200 个县，开发能力强。上半年受资金方影响，业务遭受短期波动，现已基本解决。2022H2 全面铺开业务，我们预计全年开发 500MW，贡献正盈利，成为新增长点。公司深耕欧洲户用市场，逆变器搭配电池 pack 业务逐步上量，2022H1 储能电池销量 1.5 万台，同比高增；目前电池配售率不到 25%，复用渠道优势+整体化方案受下游偏好，有望快速增长，2022 年预计营收 7-8 亿（若非产能受限，可达 15-20 亿），2023 年进一步高增！BIPV 稳步推进，2022 年预期营收 1-2 亿，2023 年或 4-5 亿，后续爆发式增长。新业务多点开花，放量后降低费率，业绩静待收获。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司储能逆变器出货高增，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.2/13.7/25.0 亿元（前值为 4.5/8.2/12.4 亿元），同增 87%/162%/83%，给予 2023 年 55XPE，对应目标价 611 元，基于储能高增，上调至“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，市场竞争加剧等。

市场数据

收盘价(元)	416.06
一年最低/最高价	158.30/498.86
市净率(倍)	31.46
流通 A 股市值(百万元)	33,591.85
总市值(百万元)	51,258.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.23
资产负债率(%，LF)	61.19
总股本(百万股)	123.20
流通 A 股(百万股)	80.74

相关研究

《固德威(688390)：扩产加大逆变器及储能布局，2022Q2 逆变器出货快速增长【勘误版】》

2022-06-20

《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》

2022-04-26

图表目录

图 1: 2022H1 收入 14.52 亿元, 同比+33.61% (亿元, %)	3
图 2: 2022H1 归母净利润 0.55 亿元, 同比-64.32% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q2 收入 8.03 亿元, 同比+24.92% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q2 归母净利润 0.45 亿元, 同比-45.63% (亿元, %)	4
图 5: 2022H1 毛利率、净利率同比-5.72、-10.32pct (%)	4
图 6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-4.48、-7.31pct (%)	4
图 7: 公司储能业务营收 (亿元)	5
图 8: 公司户用光伏出货量 (MW)	5
图 9: 2022Q2 期间费用 1.96 亿元, 同比+68.00%(亿元, %)	6
图 10: 2022Q2 期间费用率 24.47%, 同比+6.27pct (%)	6
图 11: 2022Q2 现金净流入 1.44 亿元, 同比+89.52% (亿元)	6
图 12: 2022Q2 期末合同负债 1.82 亿元, 同比+124.55% (亿元)	6

表 1: 2022H1 收入 14.52 亿元, 同比增长 33.61%; 盈利 0.55 亿元, 同比下降 64.32% (单位: 亿元)	3
--	---

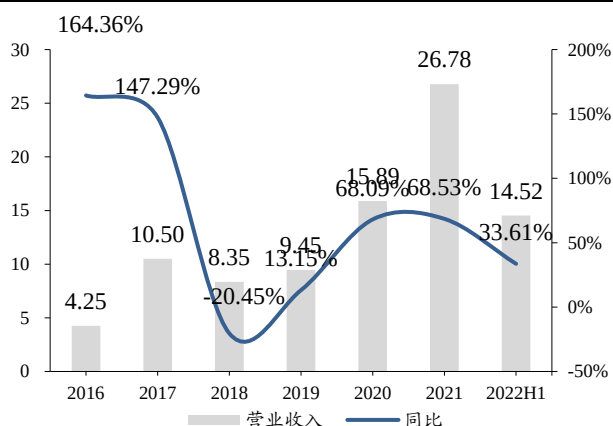
事件: 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营业收入 14.52 亿元, 同比增长 33.61%; 实现利润总额 0.4 亿元, 同比下降 77.25%; 实现归属母公司净利润 0.55 亿元, 同比下降 64.32%。其中 2022Q2 实现营业收入 8.03 亿元, 同比增长 24.92%, 环比增长 23.52%; 实现归属母公司净利润 0.45 亿元, 同比下降 45.63%, 环比增长 380.24%。2022H1 毛利率为 29.18%, 同比下降 5.72pct, 2022Q2 毛利率 28.41%, 同比下降 4.48pct, 环比下降 1.72pct; 2022H1 归母净利率为 3.76%, 同比下降 10.32pct, 2022Q2 归母净利率 5.63%, 同比下降 7.31pct, 环比增长 4.18pct。2022H1 因海外爆仓影响发货确认收入, 业绩略不及预期。

表1: 2022H1 收入 14.52 亿元, 同比增长 33.61%; 盈利 0.55 亿元, 同比下降 64.32% (单位: 亿元)

固德威	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	14.52	10.87	33.6%	8.03	6.43	24.9%	6.50	23.5%
毛利率 (%)	29.2%	34.9%	-5.7pct	28.4%	32.9%	-4.5pct	30.1%	-1.7pct
营业利润	0.42	1.74	-76.0%	0.32	0.93	-65.1%	0.09	243.5%
利润总额	0.40	1.75	-77.2%	0.30	0.81	-62.7%	0.09	223.2%
归属母公司净利润	0.55	1.53	-64.3%	0.45	0.83	-45.6%	0.09	380.2%
扣非归母净利润	0.48	1.43	-66.5%	0.43	0.78	-45.0%	0.05	715.5%
归母净利率 (%)	3.8%	14.1%	-10.3pct	5.6%	12.9%	-7.3pct	1.4%	4.2pct
股本 (亿股)	1.23	0.88	-	1.23	0.88	-	0.88	-
EPS (元/股)	0.44	1.74	-74.5%	0.37	0.94	-61.2%	0.11	243.0%

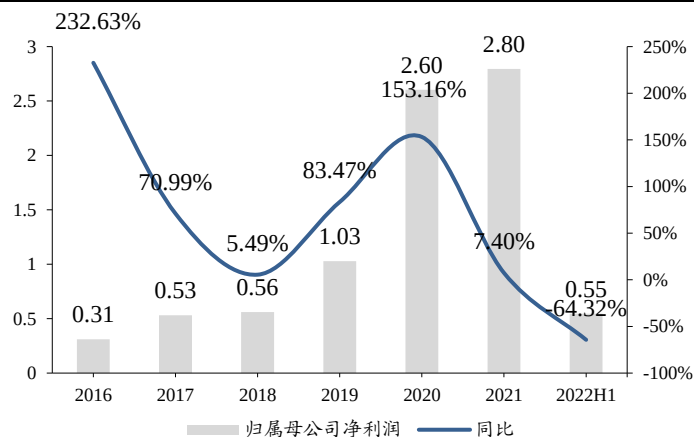
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 14.52 亿元, 同比+33.61% (亿元, %)



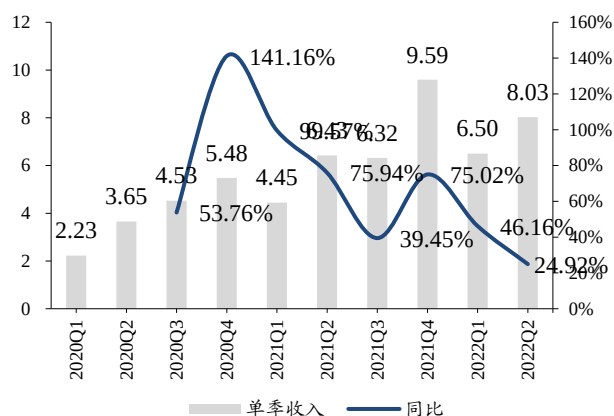
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 0.55 亿元, 同比-64.32% (亿元, %)



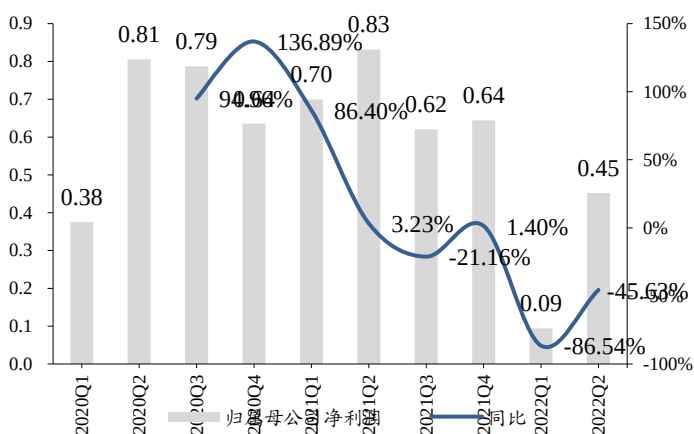
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 8.03 亿元, 同比+24.92% (亿元, %)



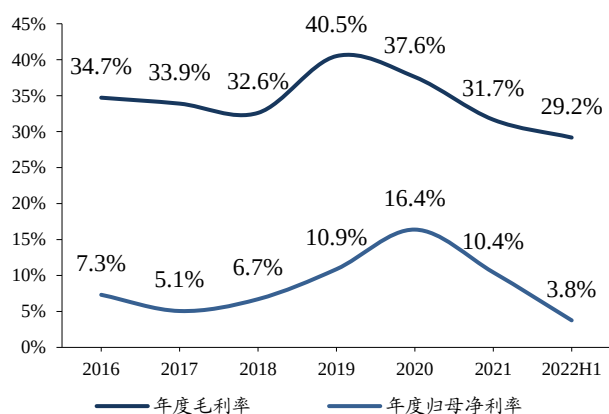
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 0.45 亿元, 同比-45.63% (亿元, %)



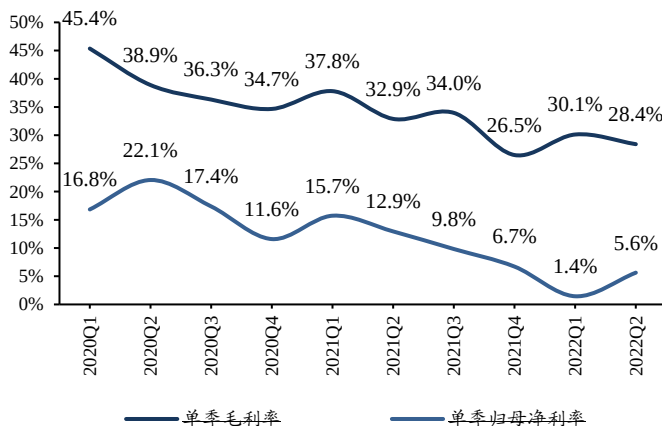
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-5.72、-10.32pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

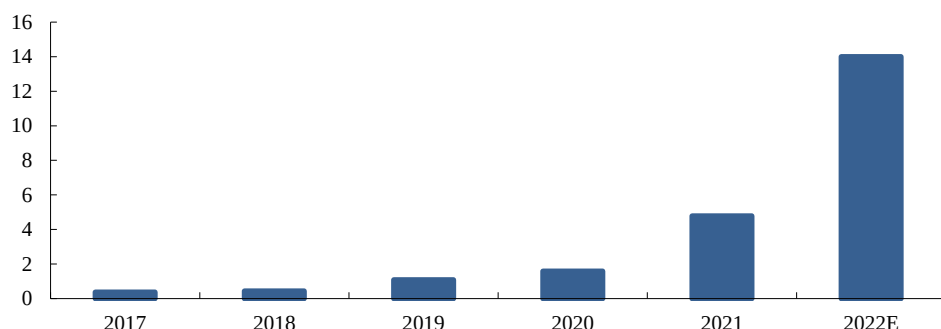
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-4.48、-7.31pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

芯片逐步解决、储能增长亮眼。公司 2022H1 逆变器出货 23.37 万台, 其中并网 16.50 万台, 储能 6.87 万台, 境外约 21 万台, 境内约 2 万台。2022Q2 以来供给能力逐渐上升, 实际排产约 18 万台, 环增 59%, 但因海外爆仓影响出货, 实际确认约 12 万台, 环增约 7%。2022Q2 公司并网出货约 8.2 万台, 储能出货约 3.9 万台, 同比 158%/环比 29%, 储能增长明显。2022H1 因芯片紧缺+疫情影响, 叠加新业务费率较高, 整体盈利承压; 2022Q3 看随产能爬坡+芯片保供, 边际改善明显, 储能占比可达 30%。全年储能逆变器出货有望 30 万台, 2023 年翻倍增长; 并网逆变器 2022 年 40-50 万, 2023 年 60-80 万台, 持续高增!

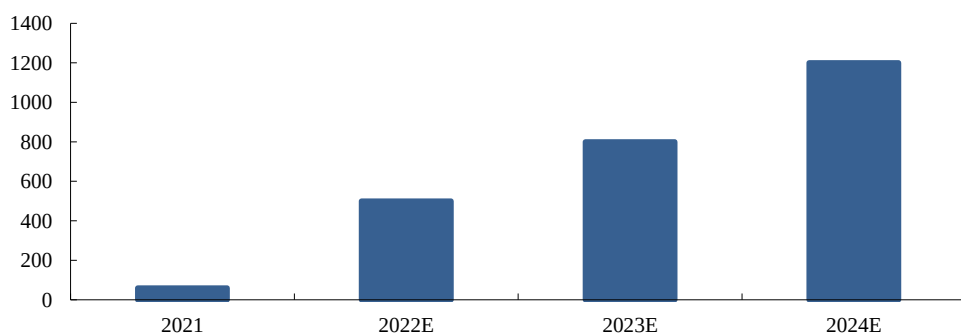
图7: 公司储能业务营收 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

户用光伏逐步起量、新业务静待收获。2021 年底开始公司拓展户用光伏业务，布局 200 个县，开发能力强。上半年受资金方影响，业务遭受短期波动，现已基本解决。2022H2 全面铺开业务，我们预计全年开发 500MW，贡献正盈利，成为新增长点。公司深耕欧洲户用市场，逆变器搭配电池 pack 业务逐步上量，2022H1 储能电池销量 1.5 万台，同比高增；目前电池配售率不到 25%，复用渠道优势+整体化方案受下游偏好，有望快速增长，2022 年预计营收 7-8 亿（若非产能受限，可达 15-20 亿），2023 年进一步高增！BIPV 稳步推进，2022 年预期营收 1-2 亿，2023 年或 4-5 亿，后续爆发式增长。新业务多点开花，放量后降低费率，业绩静待收获。

图8: 公司户用光伏出货量 (MW)

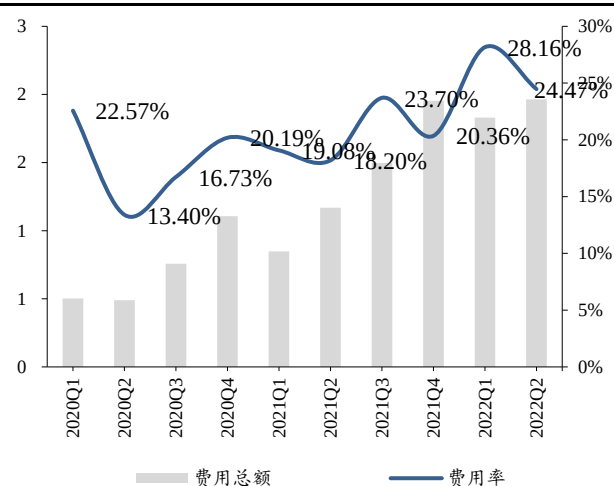


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司经营规模扩张，期间费用率有所上升：公司 2022H1 期间费用同比增长 88.09%

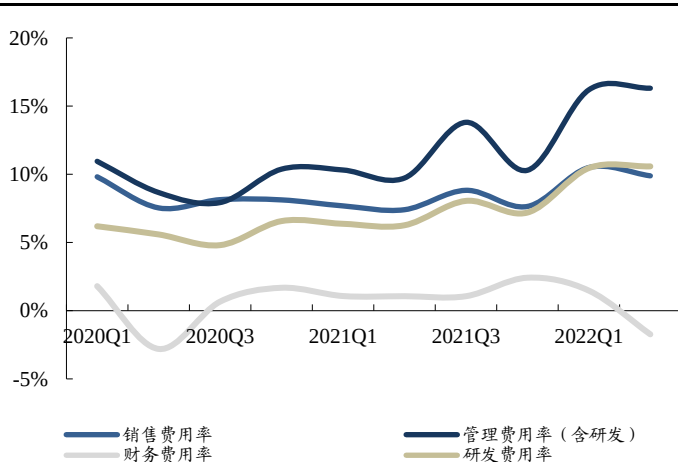
至 3.79 亿元，期间费用率上升 7.57 个百分点至 26.12%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 80.55%、上升 117.96%、上升 122.94%、下降 137.37% 至 1.48 亿元、2.36 亿元、1.53 亿元、-0.04 亿元；费用率分别上升 2.64、上升 6.29、上升 4.22、下降 1.37 个百分点至 10.16%、16.26%、10.53%、-0.30%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+66.82%/+109.54%/+111.00%/-303.36%，费用率分别为 9.89%/16.31%/10.58%/-1.73%。公司 2022Q2 期间费用同比增长 68.00% 至 1.96 亿元，期间费用率上升 6.27pct 至 24.47%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 66.82%、上升 109.54%、上升 111.00%、下降 303.36% 至 0.79 亿元、1.31 亿元、0.85 亿元、-0.14 亿元；费用率分别上升 2.48、上升 6.59、上升 4.32、下降 2.8 个百分点至 9.89%、16.31%、10.58%、-1.73%。2022H1 期间费用率上升主要系管理人员增加及实施股权激励计划导致管理费用增加，研发团队扩张，职工薪酬、研发项目投入增加导致研发费用增加所致。

图9：2022Q2 期间费用 1.96 亿元，同比+68.00%(亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022Q2 期间费用率 24.47%，同比+6.27pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

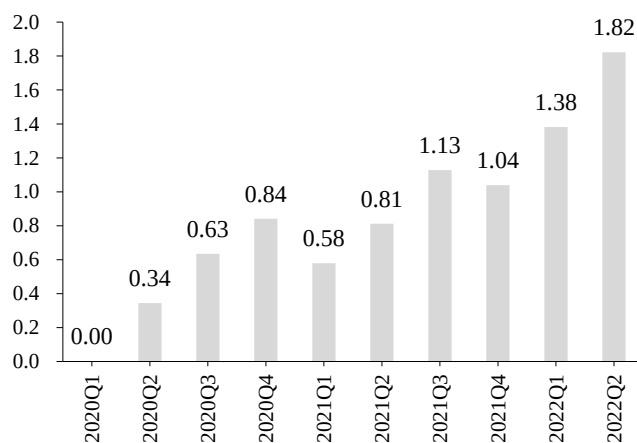
2022Q2 现金流大幅改善：2022H1 经营活动现金流量净流出 0.35 亿元，同比下降 178.32%。销售商品取得现金 16.6 亿元，同比增长 112.36%。期末合同负债 1.82 亿元，比年初增长 75.39%。期末应收账款 2.78 亿元，较期初下降 0.33 亿元，应收账款周转天数上升 5.61 天至 36.42 天。期末存货 15.9 亿元，较期初上升 7.35 亿元；存货周转天数上升 95.46 天至 213.93 天。2022Q2 经营活动现金净流入 1.44 亿元，同比增长 89.52%。2022Q2 销售商品取得现金 9.94 亿元，同比增长 112.66%。2022Q2 期末存货 15.90 亿元，同比增长 10.23 亿元。

图11：2022Q2 现金净流入 1.44 亿元，同比+89.52% (亿元)

图12：2022Q2 期末合同负债 1.82 亿元，同比+124.55% (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于公司储能逆变器出货高增，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.2/13.7/25.0 亿元（前值为 4.5/8.2/12.4 亿元），同增 87%/162%/83%，给予 2023 年 55XPE，对应目标价 611 元，基于储能高增，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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,940	5,155	11,533	18,601	营业总收入	2,678	5,234	12,182	18,689
货币资金及交易性金融资产	1,302	2,144	5,141	9,149	营业成本(含金融类)	1,830	3,537	8,400	12,826
经营性应收款项	698	1,223	2,224	3,114	税金及附加	8	26	61	93
存货	855	1,652	3,924	5,992	销售费用	211	445	950	1,402
合同资产	3	5	12	18	管理费用	106	262	512	654
其他流动资产	83	131	233	329	研发费用	188	366	792	1,028
非流动资产	775	1,053	1,356	1,635	财务费用	42	51	82	93
长期股权投资	44	51	63	73	加:其他收益	24	31	73	112
固定资产及使用权资产	423	540	656	771	投资净收益	7	0	24	37
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	营业利润	296	578	1,483	2,742
其他非流动资产	93	94	116	117	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,715	6,208	12,889	20,237	利润总额	296	579	1,483	2,742
流动负债	1,984	3,958	9,276	14,133	减:所得税	18	59	120	251
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	157	307	457	净利润	278	519	1,363	2,491
经营性应付款项	1,684	3,254	7,727	11,799	减:少数股东损益	-1	-2	-6	-11
合同负债	104	201	477	728	归属母公司净利润	280	522	1,369	2,502
其他流动负债	189	346	765	1,148	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.27	4.24	11.11	20.31
非流动负债	53	53	53	53	EBIT	333	598	1,468	2,685
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	379	661	1,549	2,786
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.66	32.42	31.05	31.37
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	10.44	9.97	11.24	13.39
其他非流动负债	39	39	39	39	收入增长率(%)	68.53	95.43	132.76	53.41
负债合计	2,037	4,010	9,328	14,185	归母净利润增长率(%)	7.40	86.71	162.28	82.79
归属母公司股东权益	1,656	2,178	3,547	6,049					
少数股东权益	22	19	14	2					
所有者权益合计	1,678	2,197	3,560	6,051					
负债和股东权益	3,715	6,208	12,889	20,237					

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	1,036	3,216	4,216	每股净资产(元)	18.82	24.75	40.30	68.74
投资活动现金流	51	-341	-360	-343	最新发行在外股份(百万股)	123	123	123	123
筹资活动现金流	-111	147	141	136	ROIC(%)	19.83	26.39	43.17	46.90
现金净增加额	210	842	2,997	4,008	ROE-摊薄(%)	16.88	23.96	38.60	41.37
折旧和摊销	46	63	81	101	资产负债率(%)	54.83	64.60	72.38	70.10
资本开支	-318	-329	-366	-365	P/E (现价&最新股本摊薄)	183.37	98.21	37.45	20.49
营运资本变动	-90	343	1,470	1,359	P/B (现价)	22.11	16.81	10.32	6.05

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>

