

固德威 (688390)

2022 年三季报点评：否极泰来，盈利修复超市场预期

买入 (维持)

2022 年 10 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

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,678	5,792	15,341	21,600
同比	69%	116%	165%	41%
归属母公司净利润 (百万元)	280	549	1,622	2,525
同比	7%	97%	195%	56%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.27	4.46	13.16	20.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	152.80	77.76	26.34	16.92

#产品结构变动带来利润率上升 #规模经济 #业绩超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营收 29.16 亿元, 同增 69.64%; 实现归母净利润 2.75 亿元, 同增 27.90%。其中 2022Q3, 实现营收 14.63 亿元, 同增 131.65%, 环增 82.30%; 实现归母净利润 2.21 亿元, 同增 255.41%, 环增 387.82%。Q1-3 毛利率为 30.98%, 同减 3.57pct, Q3 毛利率 32.78%, 同减 1.18pct, 环增 4.37pct; Q1-3 归母净利率为 9.44%, 同减 3.08pct, Q3 归母净利率 15.07%, 同增 5.25pct, 环增 9.44pct。业绩超市场预期。
- **Q3 逆变器量利双升, 储能占比持续提升。** 2022Q3 芯片供应及运输缓解, 实现光伏逆变器出 15 万台左右, 同增 34%/环增 81%, 储能逆变器出 7.5-8 万台, 同增 380%/环增 90%左右, 储能出货占比提升至 1/3。国产 IGBT 导入比例增加, 目前单月供给可支持 10 万台出货, 规模效应带来费用率明显降低, 2022Q3 综合费用率下降至 15%左右, 盈利明显改善。我们预计 2022 年公司逆变器出货光伏 50 万台+, 储能 25 万台+, 23 年光伏 60-80 万台, 储能 50-60 万台, 继续高速增长。
- **储能电池快速起量, 户用系统稳步发展。** 2022Q3 储能电池贡献收入 1 亿+, 随自有产能爬坡, 逐步由委外加工向自主生产切换, 目标全年收入 7 亿+, 2023 年出货进一步高增, 利润将显著提升。2022Q3 户用系统贡献收入 0.5-1 亿, 加强规模管理以控制费用, 明年预期开发量达到 GW 级别。BIPV 稳步推进, 2022 年预期营收 1-2 亿, 2023 年或达 4-5 亿, 后续快速增长。新业务多点开花, 放量后降低费率并逐步兑现利润。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司储能业务规模快速扩大, 带来盈利结构改善和费用率明显降低, 我们上调公司盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 5.5/16.2/25.3 亿元 (前值为 5.2/13.7/25.0 亿元), 同比+97%/195%/56%, 给予公司 2023 年 55 倍 PE, 对应目标价 723.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	346.69
一年最低/最高价	158.30/490.00
市净率(倍)	22.92
流通 A 股市值(百万元)	27,991.06
总市值(百万元)	42,712.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.13
资产负债率(% ,LF)	61.28
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): 股权激励点评: 差异化实行股权激励, Q3 盈利拐点出现, 储能增长亮眼》

2022-10-13

《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》

2022-08-30

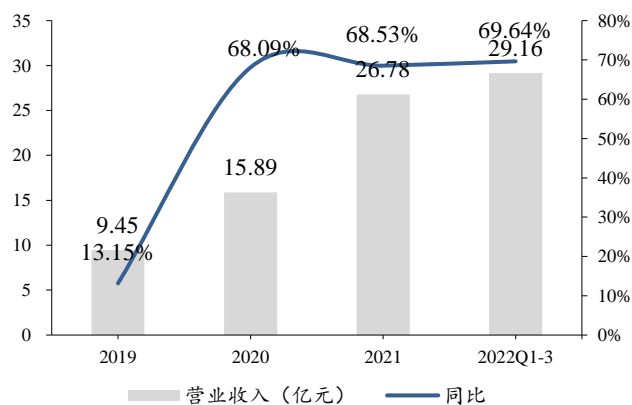
事件：公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营收 29.16 亿元，同增 69.64%；实现归母净利润 2.75 亿元，同增 27.90%。其中 2022Q3，实现营收 14.63 亿元，同增 131.65%，环增 82.30%；实现归母净利润 2.21 亿元，同增 255.41%，环增 387.82%。Q1-3 毛利率为 30.98%，同减 3.57pct，Q3 毛利率 32.78%，同减 1.18pct，环增 4.37pct；Q1-3 归母净利率为 9.44%，同减 3.08pct，Q3 归母净利率 15.07%，同增 5.25pct，环增 9.44pct。业绩超市场预期。

表1：2022Q1-3 收入 29.16 亿元，同比增长 69.64%；盈利 2.75 亿元，同比增长 27.90%

固德威	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	29.16	17.19	69.6%	14.63	6.32	131.7%	8.03	82.3%
毛利率	31.0%	34.6%	-3.6pct	32.8%	34.0%	-1.2pct	28.4%	4.4pct
营业利润	2.73	2.41	13.1%	2.31	0.67	246.2%	0.32	610.3%
利润总额	2.70	2.42	12.0%	2.31	0.67	244.5%	0.30	660.7%
归属母公司净利润	2.75	2.15	27.9%	2.21	0.62	255.4%	0.45	387.8%
扣非归母净利润	2.64	2.05	29.0%	2.16	0.62	250.6%	0.43	406.7%
归母净利率	9.4%	12.5%	-3.1pct	15.1%	9.8%	5.2pct	5.6%	9.4pct
股本	1.23	0.88	-	1.23	0.88	-	1.23	-
EPS (元/股)	2.23	2.44	-8.6%	1.79	0.71	153.9%	0.37	387.8%

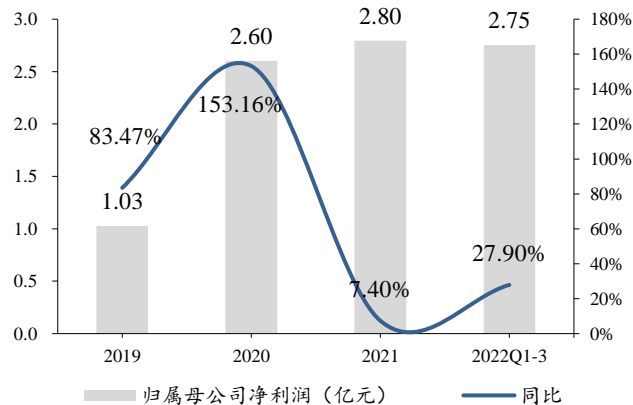
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022Q1-3 收入 29.16 亿元，同比+69.64%



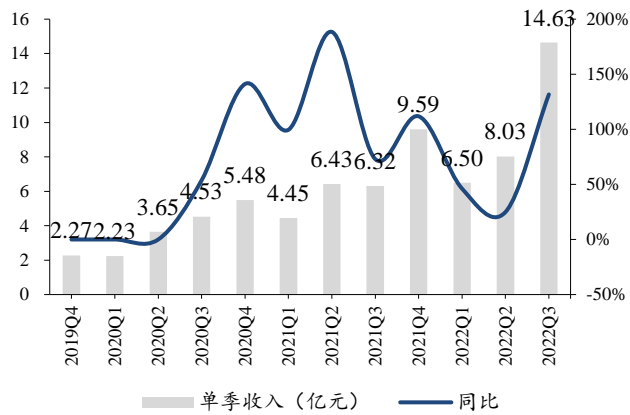
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022Q1-3 归母净利润 2.75 亿元，同比+27.90%



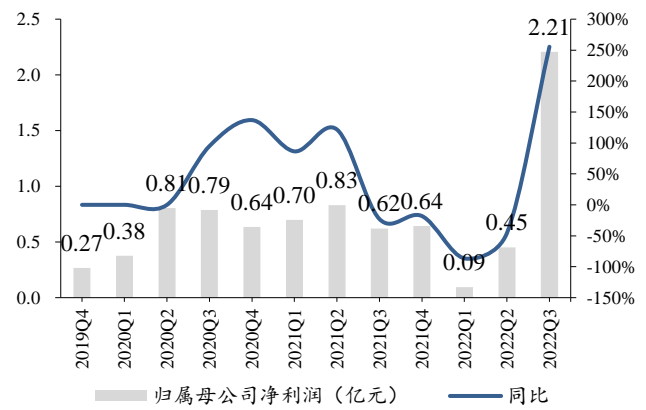
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 14.63 亿元, 同比+131.65%



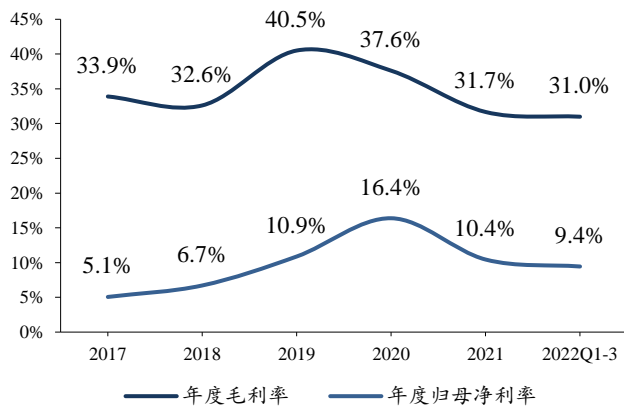
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 2.21 亿元, 同比+255.41%



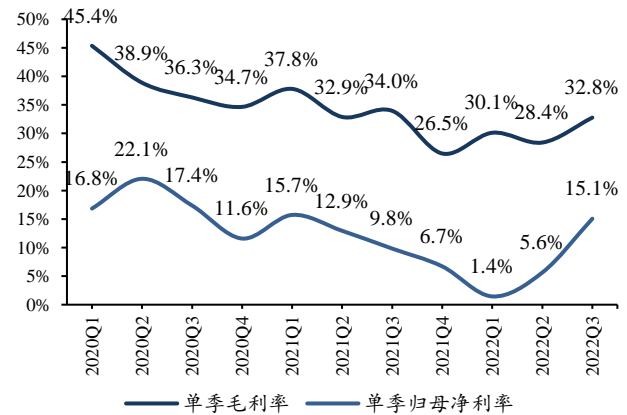
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-3.57、-3.08pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

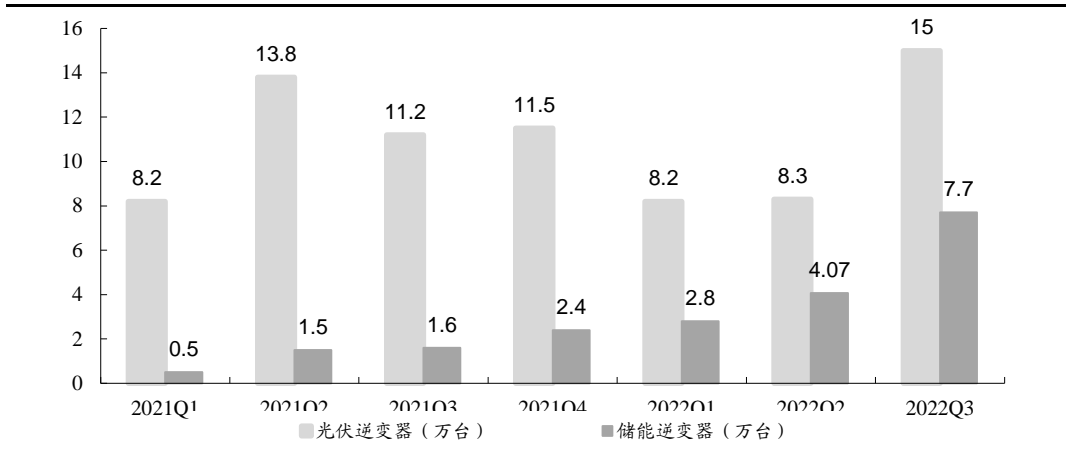
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-1.18、+5.25pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

Q3 逆变器量利双升, 储能占比继续提升。2022Q3 芯片供应及运输缓解, 实现光伏逆变器出 15 万台左右, 同增 34%/环增 81%, 储能逆变器出 7.5-8 万台, 同增 380%/环增 90%左右, 储能出货占比提升至 1/3。国产 IGBT 导入比例增加, 目前单月供给可支持 10 万台出货, 规模效应带来费用率明显降低, 2022Q3 综合费用率下降至 15%左右, 盈利明显改善。我们预计 2022 年公司逆变器出货光伏 50 万台+, 储能 25 万台+, 23 年光伏 60-80 万台, 储能 50-60 万台, 继续高速增长。

图7：公司逆变器季度出货量（万台）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能电池快速起量，户用系统稳步发展。2022Q3 储能电池贡献收入 1 亿+，随自有产能爬坡，逐步由委外加工向自主生产切换，目标全年收入 7 亿+，2023 年出货进一步高增，利润将显著提升。2022Q3 户用系统贡献收入 0.5-1 亿，加强规模管理以控制费用，明年预期开发量达到 GW 级别。BIPV 稳步推进，2022 年预期营收 1-2 亿，2023 年或达 4-5 亿，后续快速增长。新业务多点开花，放量后降低费率并逐步兑现利润。

费用控制能力优秀，期间费用率总体保持稳定。公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 55.58% 至 6.11 亿元，期间费用率上升 0.51 个百分点至 20.96%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 71.80%、上升 98.59%、上升 108.77%、下降 173.80% 至 2.36 亿元、3.88 亿元、2.49 亿元、-0.14 亿元；费用率分别上升 0.1、上升 1.94、上升 1.6、下降 1.53 个百分点至 8.10%、13.32%、8.55%、-0.46%。2022Q3 销售、管理、研发、财务费用分别同比+58.98%/+53.38%/+89.66%/-236.86%，费用率分别为 6.06%/10.41%/6.59%/-0.63%。

图8：2022Q1-3 期间费用 6.11 亿元，同比+55.58%

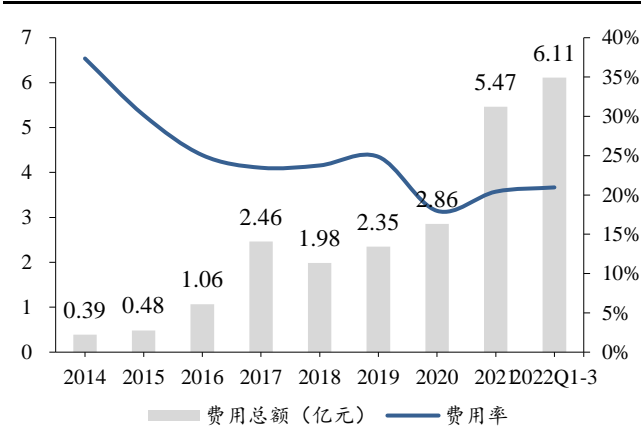
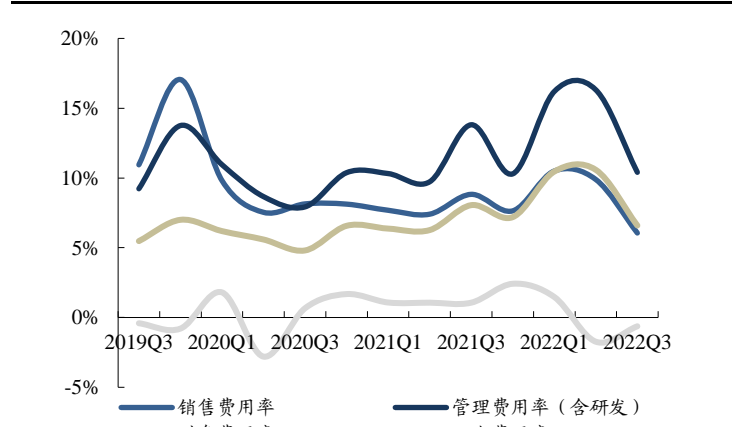


图9：2022Q3 期间费用率 13.42%，同比-5.09pct

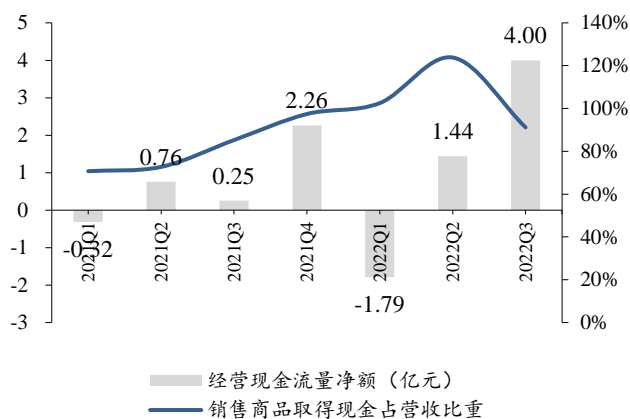


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

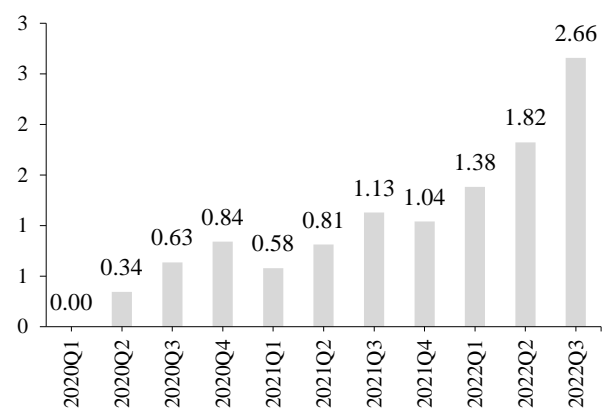
现金流大幅增长，盈利能力提升。公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.65 亿元，同比增长 423.49%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 4 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 29.94 亿元，同比增长 126.80%。期末合同负债 2.66 亿元，同比+135.56%。期末应收账款 5.15 亿元，较期初增长 2.04 亿元，应收账款周转天数上升 7.38 天至 38.19 天。期末存货 15.46 亿元，较期初上升 6.91 亿元；存货周转天数上升 42.63 天至 161.1 天。

图10：2022Q3 现金净流入 4 亿元，同比+1469.77%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022Q3 期末合同负债 2.66 亿元，同比+135.56%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于公司储能业务规模快速扩大，带来盈利结构改善和费用率明显降低，我们上调公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 5.5/16.2/25.3 亿元（前值为 5.2/13.7/25.0 亿元），同比+97%/195%/56%，给予公司 2023 年 55 倍 PE，对应目标价 723.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,940	5,708	14,662	21,920	营业总收入	2,678	5,792	15,341	21,600
货币资金及交易性金融资产	1,302	2,330	6,397	10,614	营业成本(含金融类)	1,830	4,024	11,071	15,648
经营性应收款项	698	1,355	2,808	3,612	税金及附加	8	29	77	108
存货	855	1,880	5,172	7,310	销售费用	211	446	997	1,296
合同资产	3	5	15	20	管理费用	106	232	537	648
其他流动资产	83	138	270	363	研发费用	188	434	920	1,188
非流动资产	775	1,053	1,356	1,635	财务费用	42	51	81	84
长期股权投资	44	51	63	73	加:其他收益	24	32	69	95
固定资产及使用权资产	423	540	656	771	投资净收益	7	0	31	43
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	609	1,757	2,767
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	6,761	16,018	23,555	利润总额	296	609	1,757	2,767
流动负债	1,984	4,472	12,103	17,116	减:所得税	18	62	142	253
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	157	307	457	净利润	278	547	1,615	2,514
经营性应付款项	1,684	3,701	10,185	14,395	减:少数股东损益	-1	-3	-7	-11
合同负债	104	228	628	888	归属母公司净利润	280	549	1,622	2,525
其他流动负债	189	385	982	1,375	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.27	4.46	13.16	20.49
非流动负债	53	53	53	53	EBIT	333	628	1,738	2,712
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	379	691	1,820	2,813
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.66	30.53	27.83	27.56
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	10.44	9.48	10.57	11.69
其他非流动负债	39	39	39	39	收入增长率(%)	68.53	116.27	164.87	40.80
负债合计	2,037	4,525	12,156	17,168	归母净利润增长率(%)	7.40	96.51	195.23	55.69
归属母公司股东权益	1,656	2,217	3,850	6,386					
少数股东权益	22	19	12	1					
所有者权益合计	1,678	2,236	3,862	6,387					
负债和股东权益	3,715	6,761	16,018	23,555					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	296	1,211	4,267	4,407	每股净资产(元)	18.82	25.19	43.75	72.57
投资活动现金流	51	-341	-354	-337	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	27.45	48.50	44.63
现金净增加额	210	1,029	4,066	4,217	ROE-摊薄(%)	16.88	24.78	42.13	39.54
折旧和摊销	46	63	81	101	资产负债率(%)	54.83	66.93	75.89	72.89
资本开支	-318	-329	-366	-365	P/E(现价&最新股本摊薄)	152.80	77.76	26.34	16.92
营运资本变动	-90	458	2,129	1,522	P/B(现价)	18.42	13.76	7.93	4.78

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>