

# 固德威（688390.SH）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评

**增持**
**盈利能力提升显著，储能业务快速发展**

## 核心观点

**2022 年公司实现盈利 6.49 亿元，同比+132.3%。**2022 年公司实现营收 47.1 亿元，同比+75.9%；实现归母净利润 6.49 亿元，同比+132.3%；2022 全年毛利率 32.5%，同比+0.8pct，净利率 13.5%，同比+3.1pct，对应 2022Q4 实现营收 17.95 亿元，同比+87.1%，环比+22.7%；22Q4 实现归母净利润 3.74 亿元，同比+480.9%，环比+69.7%；22Q4 毛利率 34.9%，环比+2.1pct，22Q4 净利率 20.6%，环比+5.8pct；2023Q1 公司实现营收 17.19 亿元，同比+164.6%，环比-4.2%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比+3473.7%，环比-10.1%；23Q1 毛利率 39.1%，同比+8.9pct，环比+4.2pct，净利率 19.3%，同比+18.2pct，环比-1.3pct。

**储能业务快速发展，电池包提供新增量。**公司 2022 年储能逆变器出货 22.73 万台，同比+273%，贡献 16.43 亿收入，营收占比提升至 35%，储能逆变器毛利率达 44.5%，其中我们估计 22Q4 储能逆变器出货 8.2 万台，环比+8%，2023Q1 出货 6.3 万台，同比+110%，在 IGBT 单管降价和平均单台功率提升的情况下，23Q1 储能逆变器毛利率提升至 50%+，我们预计 2023 全年储能逆变器出货达 60 万台，同比+164%。储能电池包业务 2022 年出货 267MWh，贡献 6.27 亿收入，毛利率 17.8%，其中我们估算 22Q4 电池包出货约 140MWh，贡献 3.2 亿收入；23Q1 电池包出货约 130MWh，贡献约 3 亿收入，电池包配套比例显著上升。展望全年，在电池包产线爬坡完成，规模效应显现下，该业务将量利齐升贡献业绩增量，我们预计全年公司电池包出货 1.3GWh 以上。

**光伏逆变器稳步增长。**公司 2022 年光伏并网逆变器出货 46.1 万台，同比+3.1%，贡献 20 亿收入，同比+2.4%，毛利率 29.9%，其中 2022Q4 光伏并网逆变器出货 14.6 万台，环比基本持平。我们估计 2023Q1 光伏并网逆变器出货 15.2 万台，同比+81%，环比+4%。展望全年，在全球光伏装机稳步增长的背景下，我们预计公司 2023 年并网逆变器出货 80 万台，同比+74%。

**投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。**公司是全球分布式光储逆变器领跑者，得益于业务拓展及费用率的有效控制，我们预计 2023-2025 年归母净利润 19.86/26.31/31.36 亿元（+206%/33%/19%），EPS 分别为 16.12/21.36/25.46 元，对应估值分别为 17.1/12.9/10.8 倍，维持增持评级。

**风险提示：**原材料波动的风险、行业竞争加剧的风险、全球政策波动的风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,678	4,710	10,433	13,832	16,970
(+/-%)	68.5%	75.9%	121.5%	32.6%	22.7%
净利润(百万元)	280	649	1986	2631	3136
(+/-%)	7.4%	132.3%	205.9%	32.5%	19.2%
每股收益(元)	3.18	7.38	16.12	21.36	25.46
EBIT Margin	12.5%	13.4%	22.9%	22.3%	21.5%
净资产收益率 (ROE)	18.0%	33.2%	63.1%	52.1%	43.3%
市盈率 (PE)	86.6	37.3	17.1	12.9	10.8
EV/EBITDA	69.6	39.2	14.9	11.7	10.0
市净率 (PB)	14.42	10.61	8.35	5.56	4.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·光伏设备

**证券分析师：王蔚祺**

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

**证券分析师：李恒源**

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	274.98 元
总市值/流通市值	33878/22201 百万元
52 周最高价/最低价	462.00/176.98 元
近 3 个月日均成交额	792.30 百万元

### 市场走势



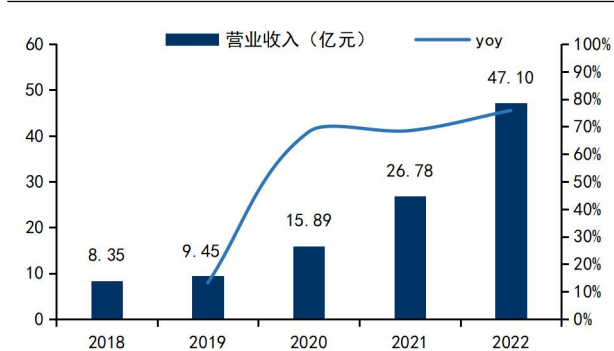
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《固德威（688390.SH）-分布式光储逆变器领跑者，全球化布局迎接高成长》——2023-03-15

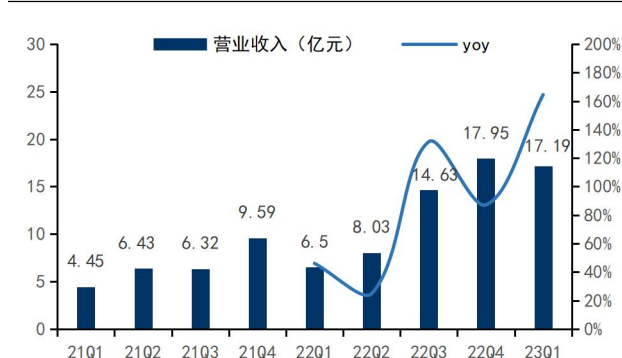
2022年公司实现营收47.1亿元,同比+75.9%;实现归母净利润6.49亿元,同比+132.3%;2022全年毛利率32.5%,同比+0.8pct,净利率13.5%,同比+3.1pct,对应2022Q4实现营收17.95亿元,同比+87.1%,环比+22.7%;22Q4实现归母净利润3.74亿元,同比+480.9%,环比+69.7%;22Q4毛利率34.9%,环比+2.1pct,22Q4净利率20.6%,环比+5.8pct;2023Q1公司实现营收17.19亿元,同比+164.6%,环比-4.2%,实现归母净利润3.36亿元,同比+3473.7%,环比-10.1%;23Q1毛利率39.1%,同比+8.9pct,环比+4.2pct,净利率19.3%,同比+18.2pct,环比-1.3pct。

图1: 固德威各年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



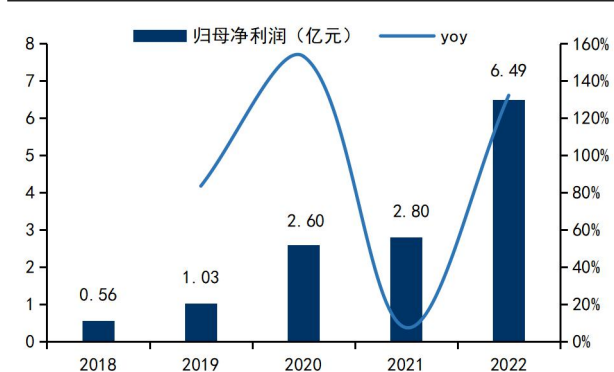
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 固德威单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



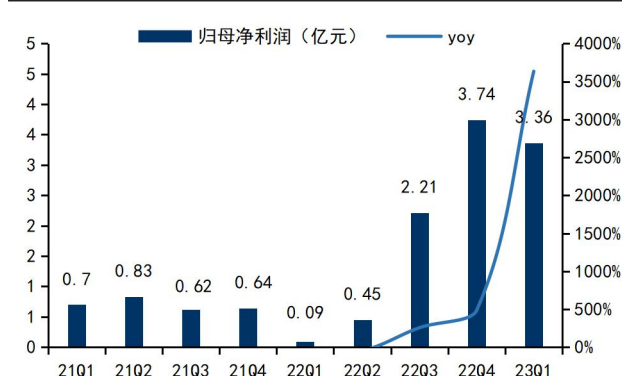
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 固德威各年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



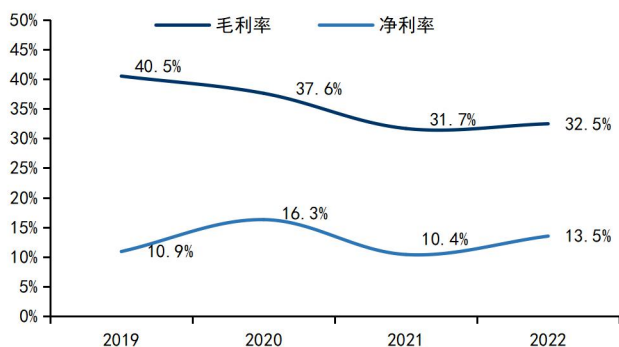
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 固德威单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



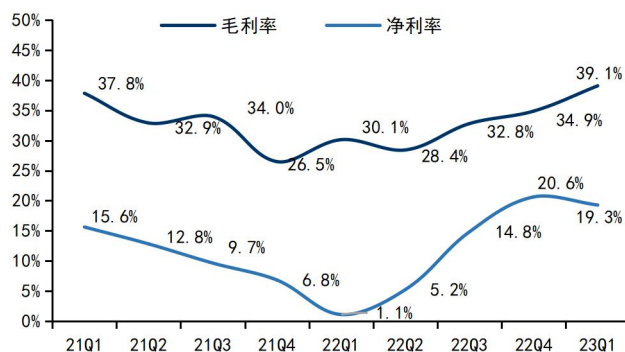
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 固德威各年度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

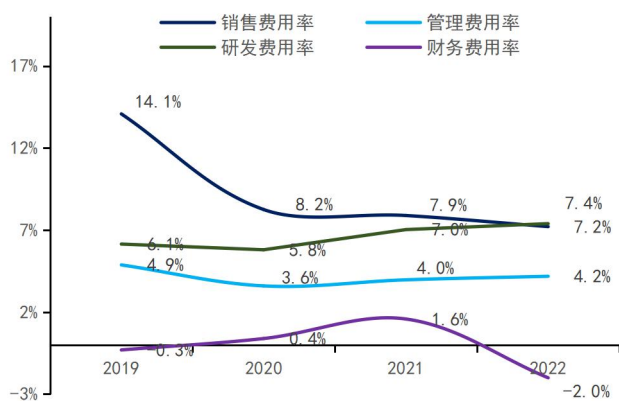
图6: 固德威单季度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

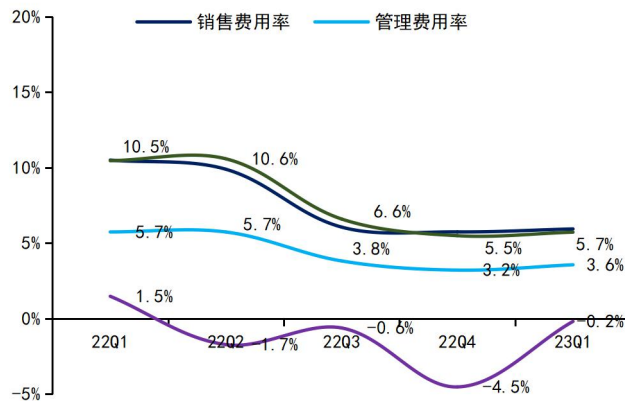
从费用率来看, 2022 年公司期间费用率合计为 16.7%, 同比-3.7pct, 其中销售/管理/研发/财务费用分别为 7.2%/4.2%/7.4%/-2.0%; 分季度来看, 22Q4 费用率下降较为明显, 期间费用率合计 9.9%, 其中受到汇兑损益影响, 22Q4 财务费用率为 4.5%; 23Q1 期间费用率为 15.02%, 其中销售/管理/研发费用基本环比变动不大, 分别为 5.9%/3.6%/5.7%, Q1 受汇兑损益影响较小, 财务费用率为-0.2%, 环比+4.3pct, 整体而言, 公司费用率控制较为显著, 预计将提升公司盈利能力。

图7: 固德威各年度费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 固德威单季度费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**储能业务快速发展, 电池包提供新增量。**公司 2022 年储能逆变器出货 22.73 万台, 同比+273%, 贡献 16.43 亿收入, 营收占比提升至 35%, 储能逆变器毛利率达 44.5%, 其中我们估计 22Q4 储能逆变器出货 8.2 万台, 环比+8%, 2023Q1 出货 6.3 万台, 同比+110%, 在 IGBT 单管降价和平均单台功率提升的情况下, 23Q1 储能逆变器毛利率提升至 50%+, 我们预计 2023 全年储能逆变器出货达 60 万台, 同比+164%。储能电池包业务 2022 年出货 267MWh, 贡献 6.27 亿收入, 毛利率 17.8%, 其中我们估算 22Q4 电池包出货约 140MWh, 贡献 3.2 亿收入; 23Q1 电池包出货约 130MWh, 贡献约 3 亿收入, 电池包配套比例显著上升。展望全年, 在电池包产线爬坡完成, 规模效应显现下, 该业务将量利齐升贡献业绩增量, 我们预计全年公司电池包出货 1.3GWh 以上。

**光伏逆变器稳步增长。**公司 2022 年光伏并网逆变器出货 46.1 万台，同比+3.1%，贡献 20 亿收入，同比+2.4%，毛利率 29.9%，其中 2022Q4 光伏并网逆变器出货 14.6 万台出货 14.6 万台，环比基本持平。我们估计 2023Q1 光伏并网逆变器出货 15.2 万台，同比+81%，环比+4%。展望全年，在全球光伏装机稳步增长的背景下，我们预计公司 2023 年并网逆变器出货 80 万台，同比+74%。

表1: 固德威各项业务年度出货量及预测

	2020	2021	2022	2023E
光伏并网逆变器（万台）	33.01	44.72	46.1	80
储能逆变器（万台）	2.23	6.08	22.73	60
储能电池包（GWh）			0.27	1.3

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

**投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。**

公司是全球分布式光储逆变器领跑者，得益于业务拓展及费用率的有效控制，我们预计 2023-2025 年归母净利润 19.86/26.31/31.36 亿元（+206%/33%/19%），EPS 分别为 16.12/21.36/25.46 元，对应估值分别为 17.1/12.9/10.8 倍，维持增持评级。

表2: 同类公司估值比较（2023 年 5 月 8 日）

代码	公司名称	收盘价	EPS（元/）			PE			PB（MRQ）	评级
		5 月 8 日	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
300274.SZ	阳光电源	107.8	2.4	4.8	6.5	44.5	22.6	16.5	7.72	买入
605117.SH	德业股份	245.5	6.4	11.6	15.8	38.7	21.2	15.5	13.4	增持
300763.SZ	锦浪科技	111.18	2.9	5.2	7.0	38.9	21.4	15.9	7.09	增持
688390.SH	固德威	274.98	5.3	16.1	21.4	51.9	17.1	12.9	13.6	增持

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1231	1577	1974	2246	3467	营业收入	2678	4710	10433	13832	16970
应收款项	661	725	1143	1516	1860	营业成本	1830	3182	6730	9246	11654
存货净额	855	1579	2397	3293	4151	营业税金及附加	8	13	16	18	19
其他流动资产	91	208	67	92	117	销售费用	211	339	480	581	679
<b>流动资产合计</b>	<b>2940</b>	<b>4250</b>	<b>5729</b>	<b>7320</b>	<b>9790</b>	管理费用	106	197	344	373	373
固定资产	513	1054	1451	2502	3295	研发费用	188	348	470	526	594
无形资产及其他	76	73	68	63	59	财务费用	42	(95)	(24)	(27)	(38)
其他长期资产	142	382	104	138	170	投资收益	7	13	10	10	10
长期股权投资	44	40	40	40	40	资产减值及公允价值变动	(26)	(64)	(90)	(40)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>3715</b>	<b>5799</b>	<b>7392</b>	<b>10063</b>	<b>13353</b>	其他收入	49	83	100	50	30
短期借款及交易性金融	7	76	150	150	150	营业利润	296	695	2348	3096	3690
应付款项	1684	2442	2213	3040	3831	营业外净收支	(0)	(5)	(11)	0	0
其他流动负债	189	450	453	306	381	<b>利润总额</b>	<b>296</b>	<b>690</b>	<b>2337</b>	<b>3096</b>	<b>3690</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1984</b>	<b>3290</b>	<b>3129</b>	<b>3772</b>	<b>4702</b>	所得税费用	18	54	351	464	553
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(13)	0	0	0
其他长期负债	53	228	206	198	211	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>280</b>	<b>649</b>	<b>1986</b>	<b>2631</b>	<b>3136</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>53</b>	<b>228</b>	<b>206</b>	<b>198</b>	<b>211</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2037</b>	<b>3518</b>	<b>3335</b>	<b>3971</b>	<b>4913</b>	净利润	280	649	1986	2631	3136
少数股东权益	22	24	24	24	24	资产减值准备	(19)	(37)	(50)	(30)	(10)
股东权益	1656	2257	4034	6069	8416	折旧摊销	43	74	108	154	212
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3715</b>	<b>5799</b>	<b>7392</b>	<b>10063</b>	<b>13353</b>	公允价值变动损失	2	4	0	0	0
						财务费用	42	(95)	(24)	(27)	(38)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	90	282	(1317)	(675)	(320)
每股收益	3.18	7.38	16.12	21.36	25.46	其它	(99)	(98)	(6)	(14)	(26)
每股红利	1.29	2.79	4.84	6.41	10.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>296</b>	<b>874</b>	<b>721</b>	<b>2065</b>	<b>2993</b>
每股净资产	19.07	25.92	32.93	49.45	68.51	资本开支	(319)	(486)	(500)	(1200)	(1000)
ROIC	21%	28%	61%	50%	42%	其它投资现金流	369	(17)	288	(24)	(21)
ROE	18%	33%	63%	52%	43%	<b>投资活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>(503)</b>	<b>(212)</b>	<b>(1224)</b>	<b>(1021)</b>
毛利率	32%	32%	35%	33%	31%	权益性融资	25	58	35	0	0
EBIT Margin	12%	13%	23%	22%	22%	负债净变化	(94)	(91)	74	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	24%	23%	23%	支付股利、利息	0	(113)	(245)	(596)	(789)
收入增长	69%	76%	122%	33%	23%	其它融资现金流	(94)	(91)	74	0	0
净利润增长率	7%	132%	206%	32%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(111)</b>	<b>(52)</b>	<b>(112)</b>	<b>(569)</b>	<b>(751)</b>
资产负债率	55%	61%	45%	39%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>236</b>	<b>320</b>	<b>397</b>	<b>272</b>	<b>1220</b>
息率	0.5%	1.0%	1.8%	2.3%	3.7%	货币资金的期初余额	1088	1231	1577	1974	2246
P/E	86.6	37.3	17.1	12.9	10.8	货币资金的期末余额	1231	1577	1974	2246	3467
P/B	14.4	10.6	8.3	5.6	4.0	企业自由现金流	128	453	326	903	1996
EV/EBITDA	69.6	39.2	14.9	11.7	10.0	权益自由现金流	(5)	449	420	927	2029

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032