

业绩环比下滑，看好库存边际改善后盈利回暖

➤ **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季报，23 年 Q1-Q3 公司实现收入 56.5 亿元，同比+93.8%；实现归母净利 8.93 亿元，同比+224.49%；实现扣非归母净利 8.85 亿元，同比+235.29%。

分季度来看，23Q3 公司实现收入 18.36 亿元，同比+25.49%，环比-12.35%；实现归母净利 1.52 亿元，同比-31.04%，环比-62.39%；实现扣非净利 1.42 亿元，同比-34.26%，环比-65.37%。业绩环比下滑主要系欧洲户储库存较高，出货量下降所致。

➤ **逆变器：库存去化边际改善，市场需求回暖。**Q3 受全球利率上升、组件价格下降、欧洲经销商库存水平高等因素影响，储能逆变器势头同比 22 年有所放缓，但困难时期已基本渡过，库存去化边际改善，欧洲各国市场需求正从疲软中恢复。同时，公司积极推动产品横向拓展，工商业、地面电站等中大功率段逆变器产品逐步得到推广，使公司产品结构向全面化、大功率方向发展，后续看好公司逆变器业务进一步增长。

➤ **储能电池：积极推动海内外销量持续增长。**储能市场需求旺盛，公司积极推动海内外储能电池销量持续增长，储能电池业务已成为公司发展新的增长点。9 月 12-14 日，公司携 Lynx Home FH-US 电池亮相 2023 年美国国际太阳能展览会 RE+，Lynx F 电池的容量可从 9.6kWh 扩展到 19.2kWh，能够满足不同家庭的用电需求，同时电池在非高峰时段储存多余的自发电能量，在电价峰值放电，实现最大限度自发自用，降低用电成本。

➤ **研发投入：持续加大研发投入，坚持技术进步推动产业升级。**23 年 Q1-Q3 公司研发投入 3.41 亿元，同比+36.70%，占营收的 6.03%；其中 Q3 研发投入 1.27 亿元，同比+31.46%，占营收的 6.91%。公司持续加大研发投入，研发人员数量不断增长，坚持“生产一代、开发一代、储备一代、预研一代”的研发方针，保持研发工作的连续性和前瞻性，重点进行能源转换、电力电子、储能、能源互联网等领域核心技术的研发，不断提高公司产品竞争力。9 月 23 日，公司发布公告，使用超募资金对固德威智慧能源研发大楼追加 1 亿投资，用于增添先进的研发设备，提升智慧能源研发中心硬件环境，打造国内外先进的研发平台。

➤ **投资建议：**目前海外逆变器处于去库存阶段，公司盈利短期承压，去库后公司有望凭借良好的渠道和产品优势持续拓宽市场，我们预计公司 23-25 年营收分别为 73.40/130.85/189.53 亿元，归母净利润分别为 11.38/18.64/25.22 亿元，对应 PE 分别为 19x/11x/8x。公司，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧风险等。

推荐
维持评级
当前价格：
122.45 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.固德威 (688390.SH) 2022 年年报及 202

3 年一季报点评：逆变器出货高增长，储能业务贡献第二增长极-2023/04/29

2.固德威 (688390.SZ) 2022 年三季报点评：盈利能力改善，站定风口持续加码储能业务-2022/10/31

3.固德威 (688390.SZ) 2022 年半年报点评：

业绩符合预期，加码光储有望修复盈利-2022/09/01

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,710	7,340	13,085	18,953
增长率（%）	75.9	55.8	78.3	44.8
归属母公司股东净利润（百万元）	649	1,138	1,864	2,522
增长率（%）	132.3	75.3	63.8	35.3
每股收益（元）	3.76	6.58	10.78	14.59
PE	33	19	11	8
PB	9.4	6.6	4.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,710	7,340	13,085	18,953
营业成本	3,182	4,921	8,978	13,231
营业税金及附加	13	47	84	121
销售费用	339	426	759	1,099
管理费用	197	257	458	663
研发费用	348	418	739	1,061
EBIT	600	1,296	2,113	2,843
财务费用	-95	-9	-17	-35
资产减值损失	-37	-11	-11	-11
投资收益	13	0	0	0
营业利润	695	1,295	2,119	2,867
营业外收支	-5	-1	-1	-1
利润总额	690	1,293	2,118	2,866
所得税	54	155	254	344
净利润	636	1,138	1,864	2,522
归属于母公司净利润	649	1,138	1,864	2,522
EBITDA	682	1,456	2,294	3,045

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,577	2,563	4,756	8,385
应收账款及票据	725	1,517	2,481	3,310
预付款项	74	148	269	397
存货	1,579	1,966	4,499	5,037
其他流动资产	295	289	481	486
流动资产合计	4,250	6,483	12,486	17,615
长期股权投资	40	40	40	40
固定资产	901	1,343	1,363	1,362
无形资产	73	74	75	76
非流动资产合计	1,549	2,032	2,074	2,098
资产合计	5,799	8,515	14,560	19,713
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	2,442	3,983	7,489	9,417
其他流动负债	798	1,034	1,708	2,411
流动负债合计	3,290	5,067	9,247	11,878
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	228	226	226	226
非流动负债合计	228	226	226	226
负债合计	3,518	5,293	9,474	12,104
股本	123	172	172	172
少数股东权益	24	24	24	24
股东权益合计	2,281	3,222	5,086	7,608
负债和股东权益合计	5,799	8,515	14,560	19,713

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	75.88	55.83	78.27	44.84
EBIT 增长率	80.45	115.90	62.96	34.57
净利润增长率	132.27	75.27	63.80	35.31
盈利能力 (%)				
毛利率	32.46	32.95	31.39	30.19
净利润率	13.78	15.50	14.25	13.31
总资产收益率 ROA	11.20	13.36	12.80	12.80
净资产收益率 ROE	28.76	35.58	36.82	33.26
偿债能力				
流动比率	1.29	1.28	1.35	1.48
速动比率	0.75	0.85	0.82	1.02
现金比率	0.48	0.51	0.51	0.71
资产负债率 (%)	60.66	62.16	65.07	61.40
经营效率				
应收账款周转天数	36.28	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	137.69	130.00	130.00	130.00
总资产周转率	0.99	1.03	1.13	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	3.76	6.58	10.78	14.59
每股净资产	13.06	18.50	29.28	43.87
每股经营现金流	5.06	10.76	14.01	22.32
每股股利	1.60	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	33	19	11	8
PB	9.4	6.6	4.2	2.8
EV/EBITDA	27.90	13.08	8.30	6.25
股息收益率 (%)	1.31	0.20	0.20	0.20
现金流量表 (百万元)				
净利润	636	1,138	1,864	2,522
折旧和摊销	82	160	182	202
营运资金变动	232	547	361	1,120
经营活动现金流	874	1,861	2,422	3,859
资本开支	-486	-623	-223	-223
投资	-29	-49	-2	-4
投资活动现金流	-503	-682	-225	-227
股权募资	15	0	0	0
债务募资	50	8	0	0
筹资活动现金流	-52	-193	-3	-3
现金净流量	380	987	2,193	3,628

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026