

固德威 (688390.SH)

Q3 光储出货承压，静待海外库存改善

增持

核心观点

2023Q3 公司实现归母净利润 1.52 亿元，同比-31%。固德威 2023 年前三季度实现营收 56.5 亿元，同比+93.8%，实现归母净利润 8.93 亿元，同比+224.5%；前三季度实现毛利率 34.1%，同比+3.2pct，净利率 15.9%，同比+6.8pct。公司 Q3 实现营收 18.36 亿元，同比+25%，环比-12.4%，Q3 实现归母净利润 1.52 亿，同比-31%，环比-62%；Q3 毛利率 31.2%，同比-1.6pct，环比-1.5pct；Q3 净利率 8.83%，同比-6pct，环比-10.5pct。

受海外库存压力影响，储能逆变器出货环比下降。我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 储能逆变器累计出货 14.5 万台，其中 Q3 出货约 2.6 万台，环比下降 54%，贡献约 3 亿元收入，Q3 出货环比下降主要系海外储能逆变器库存压力影响。公司 Q3 储能逆变器单价为 1.16 万元/台，环比提升 16%，主要系工商业储能产品出货比例提升带动。展望 Q4，伴随海外逆变器去库存改善，我们预计公司储能逆变器出货将有所恢复，预计 2023 全年公司储能逆变器出货 17-20 万台。

Q3 光伏并网逆变器出货量环比下降 20%，单台价格环比提升 15%。我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 光伏并网逆变器出货约 41.8 万台，其中 Q3 出货约 11.82 万台，环比下降 20%，贡献约 7.4 亿元收入。公司光伏并网逆变器单台价格约为 6300 元/台，环比提升 15%，主要系公司工商业及地面电站逆变器出货占比提升。展望 Q4，我们预计全年公司逆变器出货将保持稳定，工商业及地面电站产品将持续提升出货占比，我们预计 2023 全年出货为 53-56 万台。

新业务逐步贡献业绩。公司户用系统业务方面，我们估算 Q3 贡献约 5.3 亿元收入，全年来看，我们预计户用系统开发量将达到 1GW，全年将贡献超 15 亿元收入。光电建材业务方面，我们预计 2023 全年将贡献 2-3 亿元收入，后续新业务将逐步释放业绩。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。我们基于公司现有业绩，考虑海外市场光储市场需求波动情况，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 11.03/13.51/15.89 亿元（原预测 23-25 为 19.86/26.31/31.36 亿元），同比增速分别为 69.9%/22.4%/17.7%，EPS 分别为 6.38/7.81/9.19 元，对应估值为 17.8/14.6/12.4 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	7,704	10,625	12,662
(+/-%)	68.5%	75.9%	63.6%	37.9%	19.2%
净利润(百万元)	280	649	1103	1351	1589
(+/-%)	7.4%	132.3%	69.9%	22.4%	17.7%
每股收益(元)	1.62	3.76	6.38	7.81	9.19
EBIT Margin	12.5%	13.4%	17.2%	14.8%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	18.0%	33.2%	41.1%	37.3%	33.6%
市盈率 (PE)	70.4	30.3	17.8	14.6	12.4
EV/EBITDA	57.6	32.9	15.8	13.5	11.6
市净率 (PB)	11.74	8.63	6.27	4.73	3.69

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

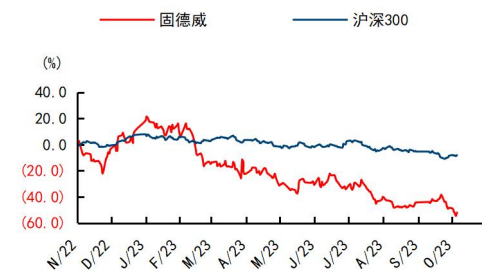
证券分析师：王蔚祺 **证券分析师：李恒源**
 010-88005313 021-60875174
 wangweiqi2@guosen.com.cn lihengyuan@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980520080009

联系人：徐文辉
 021-60375426
 xuwenhui@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	113.90 元
总市值/流通市值	19692/19692 百万元
52 周最高价/最低价	414.88/107.89 元
近 3 个月日均成交额	390.51 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) —2022 年报及 2023 一季报业绩点评—盈利能力提升显著，储能业务快速发展》——2023-05-08
 《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

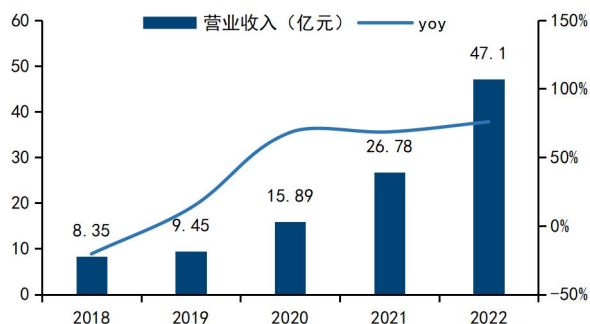
固德威 2023 年前三季度实现营收 56.5 亿元,同比+93.8%,实现归母净利润 8.93 亿元,同比+224.5%;公司 Q3 实现营收 18.36 亿元,同比+25%,环比-12.4%,Q3 实现归母净利润 1.52 亿,同比-31%,环比-62%。

受海外库存压力影响,储能逆变器出货环比下降。我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 储能逆变器累计出货 14.5 万台,其中 Q3 出货约 2.6 万台,环比下降 54%,贡献约 3 亿元收入, Q3 出货环比下降主要系海外储能逆变器库存压力影响。公司 Q3 储能逆变器单价为 1.16 万元/台,环比提升 16%,主要系工商业储能产品出货比例提升带动。展望 Q4,伴随海外逆变器去库存改善,我们预计公司储能逆变器出货将有所恢复,预计 2023 全年公司储能逆变器出货 17-20 万台。

Q3 光伏并网逆变器出货量环比下降 20%,单台价格环比提升 15%。我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 光伏并网逆变器出货约 41.8 万台,其中 Q3 出货约 11.82 万台,环比下降 20%,贡献约 7.4 亿元收入。公司光伏并网逆变器单台价格约为 6300 元/台,环比提升 15%,主要系公司工商业及地面电站逆变器出货占比提升。展望 Q4,我们预计全年公司逆变器出货将保持稳定,工商业及地面电站产品将持续提升出货占比,我们预计 2023 全年出货为 53-56 万台。

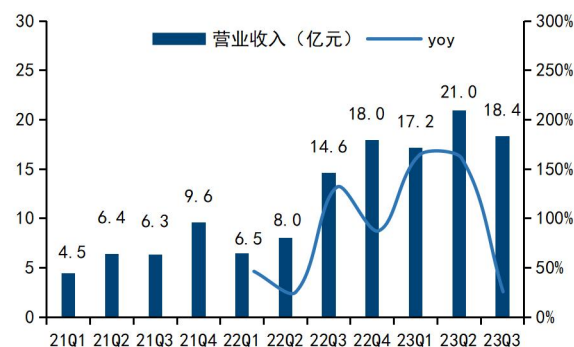
新业务逐步贡献业绩。公司户用系统业务方面,我们估算 Q3 贡献约 5.3 亿元收入,全年来看,我们预计户用系统开发量将达到 1GW,全年将贡献超 15 亿元收入。光电建材业务方面,我们预计 2023 全年将贡献 2-3 亿元收入,后续新业务将逐步释放业绩。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



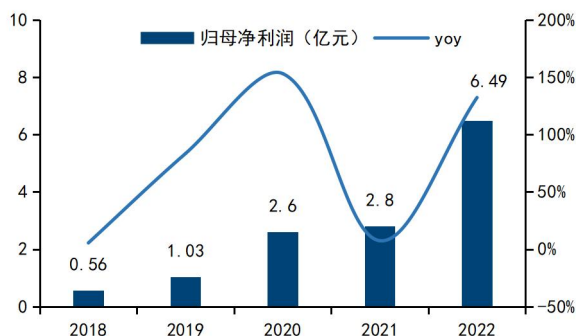
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



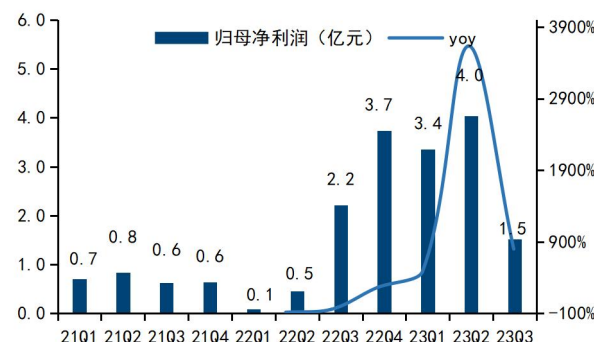
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司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

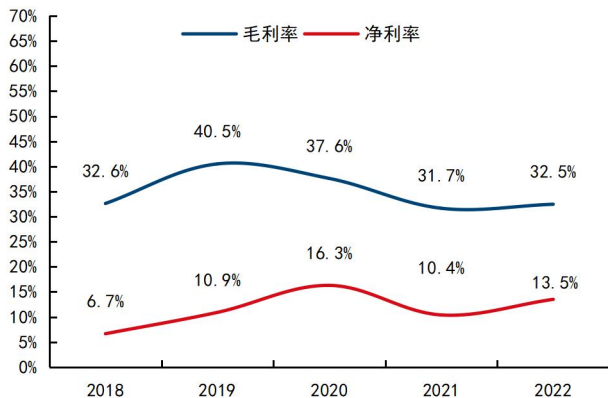
图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

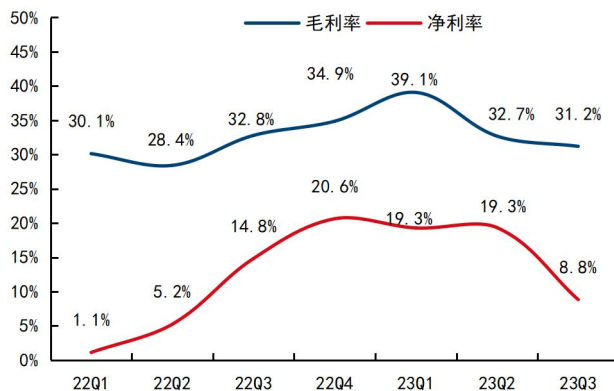
盈利能力来看,前三季度实现毛利率 34.1%,同比+3.2pct,净利率 15.9%,同比+6.8pct。Q3 毛利率 31.2%,同比-1.6pct,环比-1.5pct; Q3 净利率 8.83%,同比-6pct,环比-10.5pct。

图5: 公司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

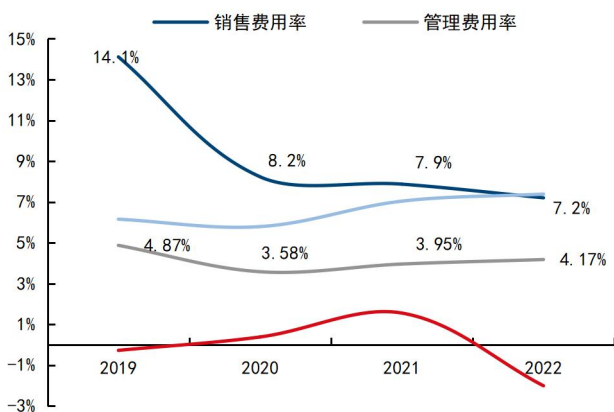
图6: 公司单季度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

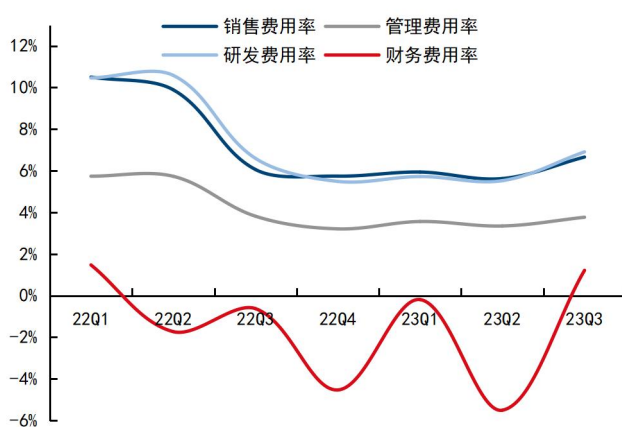
费用率来看, 2023Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.7%/3.8%/6.9%/1.2%, 合计期间费用率为 18.54%, 环比+9.56pct。

图7: 公司年度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。我们基于公司现有业绩, 考虑海外市场光储市场需求波动情况, 下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 11.03/13.51/15.89 亿元 (原预测 23-25 为 19.86/26.31/31.36 亿元), 同比增速分别为 69.9%/22.4%/17.7%, EPS 分别为 6.38/7.81/9.19 元, 对应估值为 17.8/14.6/12.4 倍。维持增持评级。

表 3：可比公司估值表（2023 年 11 月 3 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300274.SZ	阳光电源	83.61	1242	5.42	6.53	7.91	15.4	12.8	10.6	买入	
605117.SH	德业股份	70.61	303.7	4.57	4.77	4.9	15.5	14.8	14.4	增持	
300827.SZ	上能电气	28.32	101.4	1.14	1.85	2.58	24.8	15.3	11.0	买入	
688390.SH	固德威	113.9	196.9	6.38	7.81	9.19	17.8	14.6	12.4	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1231	1577	1500	1500	1593	营业收入	2678	4710	7704	10625	12662
应收款项	661	725	844	1164	1388	营业成本	1830	3182	5175	7387	8961
存货净额	855	1579	1843	2631	3192	营业税金及附加	8	13	12	14	14
其他流动资产	91	208	52	74	90	销售费用	211	339	462	638	696
流动资产合计	2940	4250	4361	5513	6421	管理费用	106	197	270	372	443
固定资产	513	1054	1451	2015	2543	研发费用	188	348	462	638	696
无形资产及其他	76	73	68	63	59	财务费用	42	(95)	(71)	(11)	(8)
其他长期资产	142	382	77	106	127	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)	(85)	(30)	(20)
资产总计	3715	5799	5997	7738	9189	其他收入	49	83	95	50	40
短期借款及交易性金融负债	7	76	381	501	150	营业利润	296	695	1309	1589	1869
应付款项	1684	2442	1701	2428	2946	营业外净收支	(0)	(5)	(11)	0	0
其他流动负债	189	450	354	252	303	利润总额	296	690	1298	1589	1869
流动负债合计	1984	3290	2668	3393	3652	所得税费用	18	54	195	238	280
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	189	185	194	归属于母公司净利润	280	649	1103	1351	1589
长期负债合计	53	228	189	185	194	现金流量表（百万元）					
负债合计	2037	3518	2858	3579	3846	净利润	280	649	1103	1351	1589
少数股东权益	22	24	24	24	24	资产减值准备	(19)	(37)	(65)	(20)	(10)
股东权益	1656	2257	3116	4135	5319	折旧摊销	43	74	108	140	178
负债和股东权益总计	3715	5799	5997	7738	9189	公允价值变动损失	2	4	10	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	42	(95)	(71)	(11)	(8)
每股收益	1.62	3.76	6.38	7.81	9.19	营运资本变动	90	282	(1125)	(546)	(206)
每股红利	0.66	1.42	1.91	2.34	3.68	其它	(99)	(98)	(44)	(5)	(0)
每股净资产	9.70	13.19	18.16	24.05	30.90	经营活动现金流	296	874	(12)	920	1551
ROIC	21%	28%	36%	33%	31%	资本开支	(319)	(486)	(500)	(700)	(700)
ROE	18%	33%	41%	37%	34%	其它投资现金流	369	(17)	305	(19)	(10)
毛利率	32%	32%	33%	30%	29%	投资活动现金流	51	(503)	(195)	(719)	(710)
EBIT Margin	12%	13%	17%	15%	15%	权益性融资	25	58	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	19%	16%	16%	负债净变化	(94)	(91)	305	119	(351)
收入增长	69%	76%	64%	38%	19%	支付股利、利息	0	(113)	(245)	(331)	(405)
净利润增长率	7%	132%	70%	22%	18%	其它融资现金流	(94)	(91)	305	119	(351)
资产负债率	55%	61%	48%	46%	42%	融资活动现金流	(111)	(52)	131	(201)	(748)
息率	0.6%	1.2%	1.7%	2.1%	3.2%	现金净变动	236	320	(77)	0	93
P/E	70.4	30.3	17.8	14.6	12.4	货币资金的期初余额	1088	1231	1577	1500	1500
P/B	11.7	8.6	6.3	4.7	3.7	货币资金的期末余额	1231	1577	1500	1500	1593
EV/EBITDA	57.6	32.9	15.8	13.5	11.6	企业自由现金流	128	453	(392)	235	845
						权益自由现金流	(5)	449	(26)	364	502

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所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