

固德威（688390）

2023 年业绩预告：库存调整下 23Q4 业绩承压，24 年库存恢复+优化结构有望支撑盈利买入（维持）

2024 年 02 月 26 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 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,678	4,710	7,349	9,012	14,050
同比	68.53%	75.88%	56.02%	22.63%	55.91%
归母净利润（百万元）	279.54	649.29	868.25	771.17	1,101.63
同比	7.40%	132.27%	33.72%	-11.18%	42.85%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.62	3.76	5.02	4.46	6.37
P/E（现价&最新摊薄）	68.04	29.29	21.91	24.66	17.26

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年业绩快报，2023 年营收 73.5 亿元，同增 56%；归母净利 8.68 亿元，同增 34%；归母扣非净利 8.29 亿，同增 32%。其中 Q4 营收 17.0 亿元，同环降 5%/7%；归母净利-0.25 亿元，同环降 107%/116%；归母扣非净利-0.56 亿元，同环降 115%/139%。业绩不及市场预期，主要系：1）高盈利的海外逆变器出货较少+低盈利分布式系统年底并网较多，导致毛利率降至 20%左右；2）年底费用及减值计提较多。
- **23Q4 逆变器出货环降、24H1 出货逐渐修复。**我们预计公司 2023 年并网逆变器出货 52 万台+，同比+13%，其中 Q4 出货 10 万台+，环降约 10%，储能逆变器 23 年出货 15 万台，同比-30%，其中 Q4 出货 1 万台+，环降约 50%，二者均主要系渠道库存，提货减少所致。逆变器 Q4 收入占比约 50%，国内抢装，国内/海外占比为 40%/60%左右，因此 Q4 逆变器毛利率略降。2024 年 H1 去库尾声，公司核心德语区市场去库较快，订单和排产已逐渐提升，我们预计公司逆变器 2024 年并网/储能出货 60/15-16 万台左右，同增约 15%/持平，毛利率基本稳定。
- **23Q4 电池收入环降、分布式系统放量显著。**储能电池 2023 年约出货 0.3-0.35GWh，同增 50%左右，Q4 受库存影响，收入环比下滑，占比约 7%。全年电池配套率达 30%，同增 12pct，未来提升空间仍大，我们预计 2024 年出货有望翻倍。分布式系统 2023 年营收约 17 亿元，开发量约 0.7GW（确收约 0.5GW），其中 Q4 营收 7-8 亿元占比 50%+，营收环增 50%，放量显著，全年毛利率约 15%。2024 年公司计划往江浙、福建等地延伸扩展，业务仍有向上空间，开发量有望增至 1GW+，同增 40%+。
- **盈利预测与投资评级：**考虑欧洲库存压力延续，我们下调盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.7/7.7/11.0 亿元（前值为 11.5/16.2/21.4 亿元），同比+34%/-11%/+43%，基于 2024 年逆变器库存恢复、需求好转，公司出货恢复，同时电池及分布式系统业务放量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期，汇率变动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	110.01
一年最低/最高价	84.46/399.56
市净率(倍)	6.33
流通 A 股市值(百万元)	19,019.36
总市值(百万元)	19,019.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.39
资产负债率(%，LF)	57.66
总股本(百万股)	172.89
流通 A 股(百万股)	172.89

相关研究

《固德威(688390)：2023 年三季度报点评：Q3 出货及盈利承压，Q4 有望改善》

2023-10-28

《固德威(688390)：2023H1 点评：功率率上行带动盈利提升，新业务逐步贡献增量》

2023-08-30

固德威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,250	6,969	8,975	14,029	营业总收入	4,710	7,349	9,012	14,050
货币资金及交易性金融资产	1,657	2,899	3,790	5,740	营业成本(含金融类)	3,182	5,029	6,565	10,524
经营性应收款项	804	1,566	1,725	2,867	税金及附加	13	46	54	84
存货	1,579	2,269	3,175	5,053	销售费用	339	470	586	843
合同资产	7	9	12	18	管理费用	197	294	297	492
其他流动资产	204	226	273	350	研发费用	348	451	541	843
非流动资产	1,549	1,902	2,287	2,584	财务费用	(95)	(85)	30	(25)
长期股权投资	40	46	48	52	加:其他收益	23	29	28	35
固定资产及使用权资产	937	1,177	1,467	1,670	投资净收益	13	(7)	9	16
在建工程	153	227	285	351	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	73	94	104	119	减值损失	(64)	(173)	(60)	(79)
商誉	9	14	12	13	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	27	39	54	67	营业利润	695	993	916	1,261
其他非流动资产	309	304	318	313	营业外净收支	(5)	(2)	(3)	(2)
资产总计	5,799	8,871	11,262	16,613	利润总额	690	992	913	1,259
流动负债	3,290	5,451	7,028	11,233	减:所得税	54	119	137	151
短期借款及一年内到期的非流动负债	76	226	376	526	净利润	636	873	776	1,108
经营性应付款项	2,442	4,243	5,290	8,680	减:少数股东损益	(13)	4	5	6
合同负债	321	397	590	888	归属母公司净利润	649	868	771	1,102
其他流动负债	450	585	771	1,139	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.76	5.02	4.46	6.37
非流动负债	228	228	228	228	EBIT	600	1,059	969	1,264
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	682	1,198	1,155	1,488
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.46	31.57	27.15	25.10
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	13.78	11.81	8.56	7.84
其他非流动负债	207	207	207	207	收入增长率(%)	75.88	56.02	22.63	55.91
负债合计	3,518	5,678	7,255	11,460	归母净利润增长率(%)	132.27	33.72	(11.18)	42.85
归属母公司股东权益	2,257	3,164	3,974	5,114					
少数股东权益	24	28	33	39					
所有者权益合计	2,281	3,192	4,007	5,153					
负债和股东权益	5,799	8,871	11,262	16,613					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	874	1,559	1,278	2,285	每股净资产(元)	18.32	25.68	32.26	41.51
投资活动现金流	(503)	(500)	(566)	(508)	最新发行在外股份(百万股)	173	173	173	173
筹资活动现金流	(52)	145	140	134	ROIC(%)	27.16	32.04	21.00	22.02
现金净增加额	380	1,242	891	1,950	ROE-摊薄(%)	28.76	27.44	19.41	21.54
折旧和摊销	82	139	186	224	资产负债率(%)	60.66	64.01	64.42	68.98
资本开支	(486)	(479)	(564)	(512)	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.29	21.91	24.66	17.26
营运资本变动	232	361	252	872	P/B (现价)	6.00	4.28	3.41	2.65

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>