

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

储能逆变器拖累短期业绩表现，期待需求逐步修复

——固德威(688390)2023 年年报和 2024 年第一季度报告点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

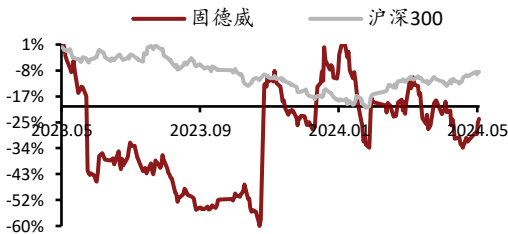
市场数据(2024-05-10)

收盘价(元)	103.60
一年内最高/最低(元)	274.49/90.38
沪深 300 指数	3,666.28
市净率(倍)	6.04
流通市值(亿元)	179.11

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	17.15
每股经营现金流(元)	-4.13
毛利率(%)	27.47
净资产收益率_摊薄(%)	-0.97
资产负债率(%)	54.75
总股本/流通股(万股)	17,288.75/17,288.75
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《固德威(688390)中报点评：光伏并网逆变器和储能逆变器放量，盈利能力显著提升》

2023-09-12

《固德威(688390)公司点评报告：22Q4 业绩增长超预期，并网、储能逆变器有望齐发力》

2023-02-02

《固德威(688390)中报点评：成本上涨拖累毛利率，户用和储能逆变器持续增长可期》

2021-08-27

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2024 年 05 月 13 日

事件：

公司发布 2023 年年报和 2024 年第一季度报告。

2023 年，公司实现营业总收入 73.53 亿元，同比增长 56.10%；归属于上市公司股东的净利润 8.52 亿元，同比增长 31.24%；经营活动产生的现金流量 10.34 亿元，同比增长 18.25%；基本每股收益 4.94 元/股，同比增长 31.38%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税），拟向全体股东以资本公积每 10 股转增 4 股。

2024 年第一季度，公司实现营业总收入 11.26 亿元，同比下滑 34.50%；归属于上市公司股东的净利润-2882.15 万元，同比下滑 108.57%。

点评：

● 储能逆变器行业库存堆积拖累公司短期业绩表现。公司拥有电力电子、新能源控制、能量管理、储能变换、海量数据采集存储和应用等领域的相关核心技术，主营业务产品包括光伏并网逆变器、光伏储能逆变器、储能电池和户用系统等。2023 年公司全年营收和净利润增长较为稳健，但分季度来看，2023 年四季度公司实现营业总收入 17.02 亿元，同比下滑 5.14%；归属于上市公司股东的净利润-0.32 亿元，同比下滑 108.76%。2023 年公司业绩下滑的主要原因在于欧洲市场储能逆变器库存较高，市场需求前高后低，公司储能逆变器销售下滑。而 2024 年第一季度公司业绩延续下滑趋势尚未改变，主要原因在于毛利率相对较高的外销收入占比大幅下降。

● 公司并网逆变器销售稳健，推出新品适合更多应用场景。公司并网逆变器均为组串式逆变器，产品应用于住宅、屋顶、农场、光伏电站等多种场景，功率段涵盖 0.7kw-320kw 范围。2023 年，公司并网逆变器销售量 53.22 万台，同比增长 15.46%，实现营业收入 28.61 亿元，同比增长 42.99%，毛利率 29.43%，同比减少 0.46 个百分点。公司并网逆变器收入增长，主要受市场需求拉动，销量增加和单机功率提升影响。2023 年，公司发布全新并网逆变器 UT 系列和 GT 系列。其中，UT 系列能够适应复杂地形提升发电量，能够适应各种恶劣环境，具备智能散热，安全，长寿命等特点。GT 系列具有超高功率密度，体积减小 20%，重量减轻 15%，最大转换效率高达 99%。2024 年，预计公司并网逆变器业务仍有望随着新兴市场装机快速增长以及欧洲、中国的稳健需求而保持较好销售增速。

● 储能逆变器受海外市场库存影响明显，静待库存消化。2023 年，公司光伏储能逆变器实现销量 15.41 万台，同比减少 32.20%。储能逆变器营业收入 15.66 亿元，同比减少 4.67%，毛利率 55.83%，同

比提升 11.33 个百分点。2023 年公司储能逆变器受欧洲库存过高影响，产品销量下滑，目前正处于库存快速消化期。预计随着澳大利亚、东南亚、巴西等离网地区需求释放，储能逆变器市场需求有望恢复。另外，公司新推出 60kWh 户外一体柜和 100kWh 至 372kWh 储能户外一体柜等新品，可根据客户需求灵活扩容，可适用于工业园区及商业综合体等各种工商业应用场景。

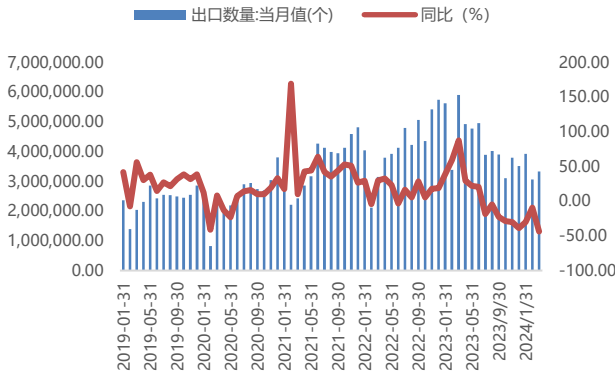
- **公司迎合户用市场的快速增长，其户用光伏系统取得较快进展。**户用光伏是指将光伏电池板放置于家庭住宅屋顶或者院落内的小型光伏电站。公司控股子公司昱德新能源，积极布局分布式户用光伏发电系统，提供逆变器、光伏组件和配电箱在内的三件套供货。2023 年，我国分布式光伏新增装机 96.29GW，同比增长 88.4%，而户用光伏占比超过四成。2023 年，公司户用系统销量 513.28MW，实现营业收入 16.54 亿元，同比增长 688.92%，毛利率 12.94%，同比提升 2.61 个百分点。在光伏组件价格大幅降低后，户用光伏具备较好的经济效益，预计市场仍将保持快速增长态势。
- **公司具备完善的销售网络，拓展海外市场销售提升公司盈利能力。**2023 年，公司境内营业收入 29.68 亿元，同比增长 212.94%，境内市场销售取得较大进展。而境内市场业务毛利率仅 12.41%，同比下滑 0.96 个百分点，体现区域竞争激烈的特点。公司具备完善的全球产品销售网络，持续拓展光伏境外市场，产品批量销售往荷兰、澳大利亚、意大利、瑞典、西班牙、捷克等多个海外区域。2023 年，公司境外实现营业收入 43.29 亿元，同比增长 15.71%，产品毛利率 43.25%，同比提升 6.13 个百分点。分区域看，欧洲市场销售收入 33.44 亿元，毛利率 45.42%，大洋洲销售收入 5.24 亿元，毛利率 34.12%，美洲 1.85 亿元，毛利率 37.95% 以及其他区域 1.48 亿元，毛利率 33.64%。2024 年预计随着欧洲市场的库存消化以及新兴市场需求的的增长，公司海外业务有望取得较为稳健的增长。
- **投资建议：**预计公司 2024 年、2025 年、2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 7.07 亿元、8.80 亿元和 11.16 亿元，对应每股收益为 4.09、5.09 和 6.45 元/股，按照 5 月 10 日 103.60 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 25.35、20.36 和 16.05 倍。公司并网逆变器、储能逆变器、储能电池、户用光伏系统等多业务线条、国内外市场迅速发展，尽管短期业绩有所波动，但长期发展空间广阔，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：国际贸易政策变动风险；全球装机需求不及预期风险；行业竞争趋于激烈，盈利能力下滑风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,710	7,353	9,520	12,413	15,748
增长比率（%）	75.88	56.10	29.47	30.40	26.86
净利润（百万元）	649	852	707	880	1,116
增长比率（%）	132.27	31.24	-17.07	24.46	26.86
每股收益(元)	3.76	4.93	4.09	5.09	6.45
市盈率(倍)	27.59	21.02	25.35	20.36	16.05

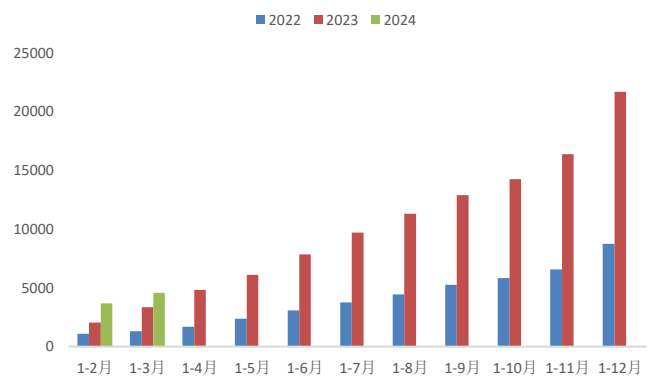
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：我国光伏逆变器出口金额和同比增速



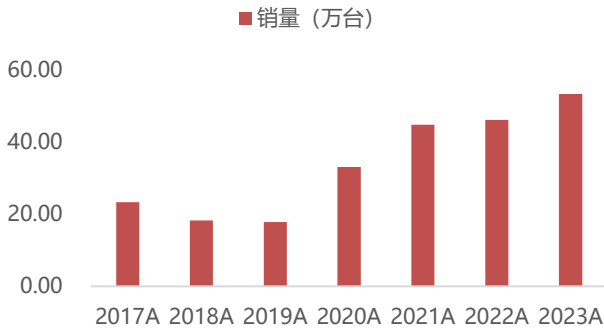
资料来源：同花顺 lfind，中原证券研究所

图 2：我国光伏新增装机情况（单位：GW）



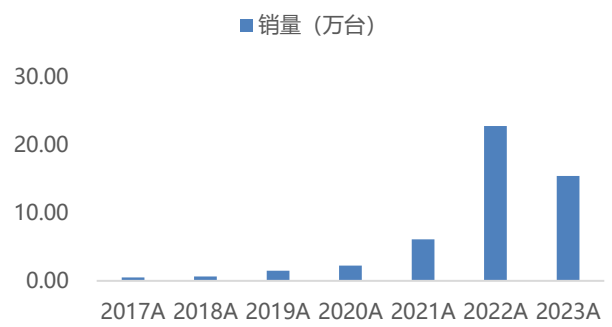
资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 3：公司并网逆变器出货量情况



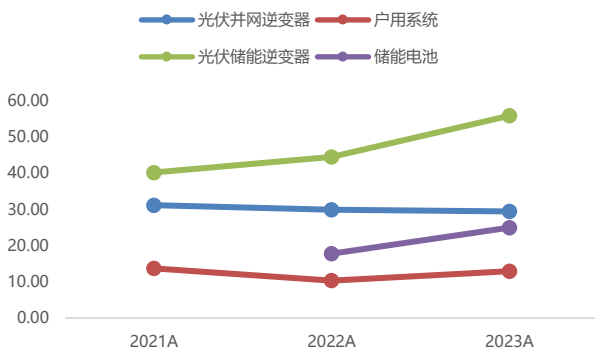
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：公司储能逆变器出货量情况



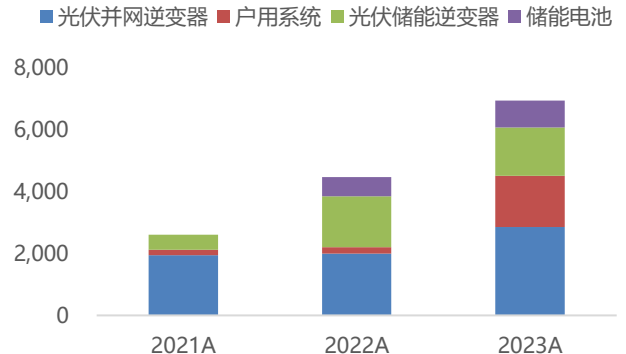
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：公司主营业务毛利率走势（单位：%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司主营业务收入构成（单位：百万元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,250	5,019	6,462	8,480	10,952
现金	1,577	1,838	2,645	3,563	4,776
应收票据及应收账款	725	766	978	1,276	1,619
其他应收款	97	93	132	172	219
预付账款	74	128	175	230	293
存货	1,579	1,944	2,230	2,867	3,601
其他流动资产	198	249	302	372	446
非流动资产	1,549	2,093	2,185	2,236	2,258
长期投资	40	32	32	32	32
固定资产	901	1,045	1,297	1,432	1,495
无形资产	73	114	114	114	114
其他非流动资产	536	902	743	659	617
资产总计	5,799	7,111	8,648	10,717	13,210
流动负债	3,290	3,700	4,738	6,113	7,673
短期借款	50	45	45	45	45
应付票据及应付账款	2,442	2,465	3,204	4,217	5,364
其他流动负债	798	1,190	1,489	1,851	2,264
非流动负债	228	351	325	325	325
长期借款	0	71	71	71	71
其他非流动负债	228	280	254	254	254
负债合计	3,518	4,051	5,064	6,439	7,999
少数股东权益	24	77	89	103	121
股本	123	173	173	173	173
资本公积	994	1,012	1,028	1,028	1,028
留存收益	1,133	1,788	2,292	2,971	3,887
归属母公司股东权益	2,257	2,983	3,495	4,175	5,091
负债和股东权益	5,799	7,111	8,648	10,717	13,210

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	874	1,034	1,280	1,371	1,665
净利润	636	866	718	894	1,134
折旧摊销	82	138	165	199	228
财务费用	-89	-104	2	2	2
投资损失	-13	2	0	0	0
营运资金变动	232	-14	306	175	201
其他经营现金流	26	146	88	100	100
投资活动现金流	-503	-543	-246	-250	-250
资本支出	-486	-565	-250	-250	-250
长期投资	-29	15	0	0	0
其他投资现金流	12	8	4	0	0
筹资活动现金流	-52	-213	-225	-202	-202
短期借款	50	-5	0	0	0
长期借款	0	71	0	0	0
普通股增加	35	50	0	0	0
资本公积增加	22	18	16	0	0
其他筹资现金流	-159	-347	-241	-202	-202
现金净增加额	380	348	806	918	1,213

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,710	7,353	9,520	12,413	15,748
营业成本	3,182	5,091	6,991	9,201	11,703
营业税金及附加	13	51	67	87	110
营业费用	339	493	666	869	1,102
管理费用	197	288	381	497	630
研发费用	348	470	571	745	945
财务费用	-95	-124	-25	-37	-51
资产减值损失	-37	-111	-100	-100	-100
其他收益	23	58	76	99	126
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	13	-4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	695	1,007	845	1,052	1,334
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	5	3	0	0	0
利润总额	690	1,004	845	1,052	1,334
所得税	54	138	127	158	200
净利润	636	866	718	894	1,134
少数股东损益	-13	14	11	14	18
归属母公司净利润	649	852	707	880	1,116
EBITDA	682	1,033	985	1,213	1,511
EPS (元)	3.76	4.93	4.09	5.09	6.45

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	75.88	56.10	29.47	30.40	26.86
营业利润 (%)	134.46	44.80	-16.06	24.46	26.86
归属母公司净利润 (%)	132.27	31.24	-17.07	24.46	26.86
获利能力					
毛利率 (%)	32.46	30.76	26.56	25.88	25.68
净利率 (%)	13.78	11.59	7.42	7.09	7.09
ROE (%)	28.76	28.57	20.22	21.07	21.92
ROIC (%)	23.28	24.00	18.65	19.46	20.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.66	56.97	58.55	60.08	60.55
净负债比率 (%)	154.21	132.38	141.28	150.51	153.47
流动比率	1.29	1.36	1.36	1.39	1.43
速动比率	0.75	0.73	0.80	0.82	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.14	1.21	1.28	1.32
应收账款周转率	9.92	11.22	12.55	12.73	12.58
应付账款周转率	2.97	4.47	6.22	6.29	6.20
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.76	4.93	4.09	5.09	6.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.06	5.98	7.40	7.93	9.63
每股净资产 (最新摊薄)	13.06	17.25	20.22	24.15	29.44
估值比率					
P/E	27.59	21.02	25.35	20.36	16.05
P/B	7.93	6.00	5.12	4.29	3.52
EV/EBITDA	56.16	20.23	15.65	11.95	8.79

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。