



# 固德威 (688390.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 实现扭亏，静待下半年业绩弹性

### 释放

#### 业绩简评

2024年8月30日公司披露半年报，上半年实现营收31.5亿元，同比下降17.5%；实现归母净利润亏损0.24亿元，同比下降103.2%。其中，Q2实现营收20.2亿元，同比下降-3.5%；实现归母净利润0.05亿元，环比扭亏，同比下降98.8%。

#### 经营分析

**受欧洲库存影响，户储出货承压：**上半年公司实现逆变器销量27.85万台，同比下降33.6%；其中，并网逆变器25.59万台，同比下降14.7%，储能逆变器2.26万台，同比下降81.1%；上半年储能电池销量132MWh，同比下降45.1%。受欧洲户储库存去化影响，海外需求有所下滑，公司高毛利产品储能逆变器下降。

**户用分布式系统销量大幅增加，拉低公司整体毛利率水平：**公司上半年国内户用分布式系统销量约为404MW，接近2023年全年513MW销量水平。户用系统毛利率相对其他主营产品较低，2023年为12.8%，我们测算上半年户用系统收入约占公司整体收入的30%-40%，对公司整体毛利率造成一定影响。

**受收入规模下降，公司费用率有所提升：**公司期间费用率同比提升6.87pct，上半年公司销售/管理/研发费用率分别为8.14%/5.12%/8.42%，分别同比提升2.38/1.68/2.81pct，主要受收入规模同比下降，行业竞争加剧，公司增加营销投入及研发支出影响。上半年海外新兴市场的需求良好，公司加大研发测试认证力度，上半年测试认证费用同比提升65%，有望加速推出对应产品实现渗透。

**多元共振欧洲户储有望回暖，下半年业绩弹性或将逐步释放：**随着欧洲库存持续消化，上游组件、电芯价格的下降以及海外利率的下调落地，户储系统经济性有望逐步回升，预计下半年欧洲户用光伏系统需求有望回归合理水平。公司在欧洲市场渠道、品牌建设优秀，有望充分受益，预计下半年业绩弹性将逐步释放。

#### 盈利预测、估值与评级

根据公司半年报及我们对行业最新判断，调整2024-2026年归母净利润预测至4.5、9.2、12.7亿元，对应PE为26、13、9倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示

下游需求不及预期；行业竞争加剧；汇率大幅波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.95 元

#### 相关报告：

- 《固德威公司点评：至暗时刻已过，看好年内业绩逐季修复》，2024.4.26
- 《固德威公司深度研究：渠道、技术积累深厚，静待春风来》，2024.4.21



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,710	7,353	7,839	10,369	12,470
营业收入增长率	75.88%	56.10%	6.62%	32.26%	20.27%
归母净利润(百万元)	649	852	453	918	1,273
归母净利润增长率	132.27%	31.24%	-46.82%	102.52%	38.68%
	%				
摊薄每股收益(元)	5.270	4.929	1.868	3.783	5.247
每股经营性现金流净额	7.10	5.98	7.65	8.60	11.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.76%	28.57%	14.34%	24.15%	26.92%
P/E	61.31	26.49	25.67	12.67	9.14
P/B	17.63	7.57	3.68	3.06	2.46

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,678</b>	<b>4,710</b>	<b>7,353</b>	<b>7,839</b>	<b>10,369</b>	<b>12,470</b>	货币资金	1,231	1,577	1,838	2,509	3,216	4,616	
增长率		75.9%	56.1%	6.6%	32.3%	20.3%	应收款项	701	827	871	1,312	1,616	1,809	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,830</b>	<b>-3,182</b>	<b>-5,091</b>	<b>-5,974</b>	<b>-7,721</b>	<b>-9,298</b>	存货	855	1,579	1,944	2,143	2,667	2,965	
%销售收入	68.3%	67.5%	69.2%	76.2%	74.5%	74.6%	其他流动资产	152	268	365	145	305	349	
<b>毛利</b>	<b>848</b>	<b>1,529</b>	<b>2,262</b>	<b>1,865</b>	<b>2,648</b>	<b>3,173</b>	流动资产	2,940	4,250	5,019	6,109	7,805	9,739	
%销售收入	31.7%	32.5%	30.8%	23.8%	25.5%	25.4%	%总资产	79.1%	73.3%	70.6%	72.2%	74.7%	77.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-51</b>	<b>-55</b>	<b>-73</b>	<b>-37</b>	长期投资	95	208	273	273	273	273	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.3%	固定资产	513	1,054	1,530	1,715	1,930	1,998	
<b>销售费用</b>	<b>-211</b>	<b>-339</b>	<b>-493</b>	<b>-533</b>	<b>-684</b>	<b>-811</b>	%总资产	13.8%	18.2%	21.5%	20.3%	18.5%	15.9%	
%销售收入	7.9%	7.2%	6.7%	6.8%	6.6%	6.5%	无形资产	104	110	155	226	254	279	
<b>管理费用</b>	<b>-106</b>	<b>-197</b>	<b>-288</b>	<b>-314</b>	<b>-373</b>	<b>-399</b>	非流动资产	775	1,549	2,093	2,354	2,644	2,796	
%销售收入	4.0%	4.2%	3.9%	4.0%	3.6%	3.2%	%总资产	20.9%	26.7%	29.4%	27.8%	25.3%	22.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-188</b>	<b>-348</b>	<b>-470</b>	<b>-470</b>	<b>-570</b>	<b>-624</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,715</b>	<b>5,799</b>	<b>7,111</b>	<b>8,463</b>	<b>10,449</b>	<b>12,534</b>	
%销售收入	7.0%	7.4%	6.4%	6.0%	5.5%	5.0%	短期借款	7	76	69	30	33	36	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>334</b>	<b>632</b>	<b>959</b>	<b>494</b>	<b>947</b>	<b>1,302</b>	应付款项	1,745	2,595	2,845	3,819	4,797	5,583	
%销售收入	12.5%	13.4%	13.0%	6.3%	9.1%	10.4%	其他流动负债	231	619	786	1,028	1,327	1,641	
<b>财务费用</b>	<b>-42</b>	<b>95</b>	<b>124</b>	<b>88</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	流动负债	1,984	3,290	3,700	4,877	6,157	7,260	
%销售收入	1.6%	-2.0%	-1.7%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	0	71	71	71	71	
<b>资产减值损失</b>	<b>-26</b>	<b>-64</b>	<b>-131</b>	<b>-97</b>	<b>-39</b>	<b>-31</b>	其他长期负债	53	228	280	269	320	364	
公允价值变动收益	-2	-4	0	0	20	20	负债	2,037	3,518	4,051	5,217	6,549	7,695	
<b>投资收益</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,656</b>	<b>2,257</b>	<b>2,983</b>	<b>3,159</b>	<b>3,801</b>	<b>4,728</b>	
%税前利润	2.4%	1.9%	n.a	n.a	0.1%	1.0%	其中：股本	88	123	173	173	173	173	
<b>营业利润</b>	<b>296</b>	<b>695</b>	<b>1,007</b>	<b>535</b>	<b>1,073</b>	<b>1,482</b>	未分配利润	546	1,072	1,702	1,878	2,519	3,446	
营业利润率	11.1%	14.8%	13.7%	6.8%	10.3%	11.9%	少数股东权益	22	24	77	87	99	111	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,715</b>	<b>5,799</b>	<b>7,111</b>	<b>8,463</b>	<b>10,449</b>	<b>12,534</b>	
<b>税前利润</b>	<b>296</b>	<b>690</b>	<b>1,004</b>	<b>534</b>	<b>1,071</b>	<b>1,480</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	11.1%	14.7%	13.7%	6.8%	10.3%	11.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-18</b>	<b>-54</b>	<b>-138</b>	<b>-70</b>	<b>-141</b>	<b>-195</b>	每股收益	3.177	5.270	4.929	1.868	3.783	5.247	
所得税率	6.0%	7.8%	13.7%	13.2%	13.2%	13.2%	每股净资产	18.817	18.324	17.253	13.024	15.667	19.488	
<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>636</b>	<b>866</b>	<b>463</b>	<b>930</b>	<b>1,285</b>	每股经营现金净流	3.364	7.098	5.981	7.647	8.604	11.605	
少数股东损益	-1	-13	14	10	12	12	每股股利	1.200	1.600	0.750	1.600	1.600	2.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>280</b>	<b>649</b>	<b>852</b>	<b>453</b>	<b>918</b>	<b>1,273</b>	<b>回报率</b>							
净利率	10.4%	13.8%	11.6%	5.8%	8.9%	10.2%	净资产收益率	16.88%	28.76%	28.57%	14.34%	24.15%	26.92%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.53%	11.20%	11.98%	5.35%	8.78%	10.15%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	18.61%	24.73%	25.87%	12.74%	20.43%	22.76%	
<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>636</b>	<b>866</b>	<b>463</b>	<b>930</b>	<b>1,285</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-1	-13	14	10	12	12	主营业务收入增长率	68.53%	75.88%	56.10%	6.62%	32.26%	20.27%	
<b>非现金支出</b>	<b>73</b>	<b>146</b>	<b>269</b>	<b>231</b>	<b>198</b>	<b>208</b>	EBIT增长率	8.56%	89.03%	51.74%	-48.56%	91.90%	37.47%	
非经营收益	11	-140	-87	-31	-59	-88	净利润增长率	7.40%	132.27%	31.24%	-46.82%	102.52%	38.68%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-66</b>	<b>232</b>	<b>-14</b>	<b>659</b>	<b>419</b>	<b>601</b>	总资产增长率	45.12%	56.10%	22.63%	19.02%	23.46%	19.96%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>296</b>	<b>874</b>	<b>1,034</b>	<b>1,322</b>	<b>1,488</b>	<b>2,006</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-318	-486	-565	-333	-401	-271	应收账款周转天数	31.2	36.8	32.5	50.0	48.0	44.0	
投资	357	-29	15	60	-100	0	存货周转天数	120.1	139.6	126.3	135.0	130.0	120.0	
其他	11	12	8	-9	2	15	应付账款周转天数	140.6	123.0	81.6	90.0	85.0	90.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>51</b>	<b>-503</b>	<b>-543</b>	<b>-282</b>	<b>-500</b>	<b>-256</b>	固定资产周转天数	54.9	69.8	51.9	52.6	42.8	34.6	
股权募资	2	15	44	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	0	50	88	-81	5	4	净负债/股东权益	-77.14%	-69.29%	-55.49%	-71.70%	-80.30%	-93.59%	
其他	-112	-117	-345	-284	-282	-351	EBIT利息保障倍数	8.1	-6.7	-7.8	-5.6	-12.9	-13.6	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-111</b>	<b>-52</b>	<b>-213</b>	<b>-365</b>	<b>-278</b>	<b>-347</b>	资产负债率	54.83%	60.66%	56.97%	61.64%	62.68%	61.39%	
<b>现金净流量</b>	<b>210</b>	<b>380</b>	<b>348</b>	<b>675</b>	<b>710</b>	<b>1,403</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	11	13	35
增持	0	3	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.31</b>	<b>1.32</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究