

固德威 (688390)

2024 年中报点评: Q2 出货环比高增、费率明显下降, 发布限制性股票激励提振信心

2024 年 09 月 05 日

买入 (维持)

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4710	7353	9651	14612	19511
同比 (%)	75.88	56.10	31.26	51.41	33.53
归母净利润 (百万元)	649.29	852.10	423.46	902.41	1,132.46
同比 (%)	132.27	31.24	(50.30)	113.11	25.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.68	3.51	1.75	3.72	4.67
P/E (现价&最新摊薄)	16.85	12.84	25.84	12.12	9.66

投资要点

- **事件:** 公司 2024H1 营收 31.5 亿元, 同减 17.5%, 归母净利润-0.2 亿元, 同减 103.2%, 毛利率 22.8%, 同减 12.8pct; 其中 2024Q2 营收 20.2 亿元, 同环比-3.5%/+79.5%, 归母净利润 0.05 亿元, 同环比-98.8%/+117.3%, 毛利率 20.1%, 同环比-12.5pct/-7.3pct。2024Q2 资产及信用减值 0.45 亿元, 主要为组件及电芯存货影响, 业绩略低于市场预期。
- **2024Q2 出货环比高增, 2024Q3 储能占比持续提升。** 2024H1 公司逆变器销量 27.85 万台, 其中并网 25.59 万台, 储能 2.26 万台。2024Q2 光伏逆变器销量 17-18 万台, 同环比约+18%/+100%, 毛利率下滑至 25%左右, 环降 10pct, 原因: 国内出货占比提升至 6 成, 国内毛利率仅 14-15% (海外约 35%)。2024Q2 储能逆变器销量 1.5-2 万台, 同环比-70%/+175%, 毛利率下滑至 45%, 环降 8pct, 原因: 部分增量来自新兴市场, 毛利率约 40%, 略低于欧洲。2024Q3 随公司向新兴市场逐步拓展, 公司出货逐月环比提升且储能占比提高, 我们预计公司 2024 年并网/储能逆变器出货分别为 70-80 万台/ 7-9 万台, 同比约+40%/-50%, 明年欧洲降息, 需求或将有明显修复。
- **电池包及户用系统业务稳健发展。** 2024H1 公司储能电池营收约 2 亿元, 同降 70%, 主要受电池降价及欧洲需求疲软影响, 销量 132MWh, 毛利率 30%, 我们预计 2024 年实现营收 8-10 亿元, 同增约 10%; 2024H1 公司国内户用分布式系统销量 404.43MW, 同增约 230%, 毛利率 15%, 我们预计 2024 年实现出货 1GW+, 同比约翻倍增长。
- **期间费用率环降 11pct, 合同负债略有增长。** 公司 2024Q2 期间费用 3.6 亿元, 同环比+89.8%/+8.7%, 期间费用率 17.7%, 同环比+8.7pct/-11.5pct, 因出货及收入提升, 期间费用率明显下降; 2024H1 经营性净现金流-9.1 亿元, 同减 228.6%, 其中 2024Q2 经营性现金净流入-1.9 亿元, 同环比-132.6%/+72.7%; 2024Q2 末存货 25.8 亿元, 较 2024Q1 末环增 14%; 2024Q2 末合同负债 2.67 亿元, 环增 16.6%。
- **发布限制性股票激励助力公司长远发展。** 9 月 4 日公司发布限制性股票激励 (草案), 拟授予的激励对象共计 187 人 (含部分外籍员工), 授予数量 175.87 万股, 约占总股本 0.725%, 授予价格 32.77 元。业绩考核目标: 2024-2025 年营收或净利润累计不低于 206.8 亿元或 13.2 亿元、2024-2026 年营收或净利润累计不低于 350.4 亿元或 21.8 亿元、2024-2027 年营收或净利润累计不低于 529.9 亿元或 32.1 亿元。考虑 2024 年欧洲去库存及国内竞争激烈利润或有所影响, 但营收持续稳健增长, 2025 年随库存去化+新兴市场拓展, 营收及净利润有望重回高增, 此次激励第一归属期 2024-2025 年累计营收目标容易达成, 未来随公司持续稳健增长, 后续归属期营收及净利润目标均有望陆续实现, 此次激励有助于公司长远发展, 稳定人才队伍建设, 提振公司信心。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司逆变器毛利率下降, 及储能电池业务收入下滑, 我们下调公司盈利预测, 我们预计 2024-2026 年归母净利润 4.2/9.0/11.3 亿元 (原值 6.5/10.5/13.7 亿元), 同比-50%/+113%/+25%, 考虑公司新兴市场布局加速, 出货预计持续提升, 同时 2025 年随欧洲降息, 逆变器需求或将有明显修复, 我们给予 2025 年 20x, 对应目标价 74 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.10
一年最低/最高价	43.03/147.88
市净率(倍)	3.84
流通 A 股市值(百万元)	10,940.65
总市值(百万元)	10,940.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.74
资产负债率(% ,LF)	60.05
总股本(百万股)	242.59
流通 A 股(百万股)	242.59

相关研究

《固德威(688390): 2023 年报&2024 一季报点评: Q1 业绩略低预期, 需求提升有望逐季改善》

2024-04-26

《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》

2024-02-26

固德威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,019</b>	<b>7,756</b>	<b>10,496</b>	<b>14,959</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,353</b>	<b>9,651</b>	<b>14,612</b>	<b>19,511</b>
货币资金及交易性金融资产	1,839	2,814	3,608	5,323	营业成本(含金融类)	5,091	7,257	10,919	14,916
经营性应收款项	907	1,410	1,967	2,755	税金及附加	51	68	102	137
存货	1,944	3,146	4,441	6,295	销售费用	493	676	950	1,171
合同资产	51	41	82	96	管理费用	288	434	584	722
其他流动资产	278	345	398	489	研发费用	470	666	928	1,132
<b>非流动资产</b>	<b>2,093</b>	<b>2,523</b>	<b>2,941</b>	<b>3,310</b>	财务费用	(124)	4	80	171
长期股权投资	32	26	19	12	加:其他收益	58	48	73	98
固定资产及使用权资产	1,075	1,302	1,414	1,536	投资净收益	(4)	10	15	22
在建工程	485	672	932	1,155	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	114	133	162	187	减值损失	(131)	(65)	(70)	(75)
商誉	9	5	3	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	32	43	51	60	<b>营业利润</b>	<b>1,007</b>	<b>539</b>	<b>1,067</b>	<b>1,308</b>
其他非流动资产	346	342	361	358	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>7,111</b>	<b>10,279</b>	<b>13,437</b>	<b>18,268</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,004</b>	<b>537</b>	<b>1,065</b>	<b>1,306</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,700</b>	<b>6,438</b>	<b>8,680</b>	<b>12,362</b>	减:所得税	138	107	149	157
短期借款及一年内到期的非流动负债	69	219	369	519	<b>净利润</b>	<b>866</b>	<b>430</b>	<b>916</b>	<b>1,150</b>
经营性应付款项	2,465	4,543	6,061	8,808	减:少数股东损益	14	6	14	17
合同负债	229	530	644	985	<b>归属母公司净利润</b>	<b>852</b>	<b>423</b>	<b>902</b>	<b>1,132</b>
其他流动负债	936	1,146	1,605	2,049	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.51	1.75	3.72	4.67
非流动负债	351	351	351	351	EBIT	895	550	1,129	1,434
长期借款	71	71	71	71	EBITDA	1,033	726	1,335	1,672
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.76	24.80	25.28	23.55
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	11.59	4.39	6.18	5.80
其他非流动负债	263	263	263	263	收入增长率(%)	56.10	31.26	51.41	33.53
<b>负债合计</b>	<b>4,051</b>	<b>6,789</b>	<b>9,031</b>	<b>12,713</b>	归母净利润增长率(%)	31.24	(50.30)	113.11	25.49
归属母公司股东权益	2,983	3,406	4,309	5,441					
少数股东权益	77	84	97	115					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,060</b>	<b>3,490</b>	<b>4,406</b>	<b>5,556</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,111</b>	<b>10,279</b>	<b>13,437</b>	<b>18,268</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,034	1,432	1,268	2,171	每股净资产(元)	17.25	19.70	24.92	31.47
投资活动现金流	(543)	(599)	(611)	(586)	最新发行在外股份(百万股)	243	243	243	243
筹资活动现金流	(213)	142	137	131	ROIC(%)	27.60	12.55	22.42	22.89
现金净增加额	348	976	793	1,716	ROE-摊薄(%)	28.57	12.43	20.94	20.81
折旧和摊销	138	176	206	238	资产负债率(%)	56.97	66.05	67.21	69.59
资本开支	(565)	(606)	(627)	(608)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.84	25.84	12.12	9.66
营运资本变动	(14)	761	75	709	P/B (现价)	2.61	2.29	1.81	1.43

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>