



固德威 (688390.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

欧洲需求疲软拖累业绩，后续费用率

有望持续改善

业绩简评

2025 年 4 月 28 日，公司发布年报及一季报，2024 年实现营收 67.38 亿元，同比下降 8.36%；归母净亏损 0.62 亿元。1Q25 实现营收 18.82 亿元，同比增长 67.13%；归母净亏损 0.28 亿元。

经营分析

储能逆变器出货下滑，导致公司整体盈利能力下降：公司 2024 年并网逆变器销量为 54.8 万台，同比+3%，实现收入 22.2 亿元，同比-23%，毛利率 19.78%，同比-9.65pct。储能逆变器销量 5.12 万台，同比-67%，实现收入 4.6 亿元，同比-71%，毛利率 49.72%，同比-6.11PCT。储能电池销量 217MWh，同比-36%，实现收入 4.7 亿元，同比-46%，毛利率 31.78%，同比+6.82PCT。2024 年储能逆变器出货占比下降至 8.54%，同比-13.91pct，储能逆变器作为高毛利产品，其销量下降直接导致整体毛利率下滑。

2024 年欧洲库存阴霾下，海外出货占比下降：2024 年公司境外逆变器销量 30.65 万台，同比下降 31%，占比从 64.64%降至 51.13%，欧洲市场受到高库存的影响，需求疲软，导致公司海外出货规模和占比显著下降，进一步压缩利润空间。

户用系统出货高增，盈利持续改善：公司 2024 年户用分布式系统销量为 959.87MW，同比+87%，实现营业收入 30.6 亿元，同比增长 85%，毛利率为 14.11%，同比提升 1.17pct。受益于国内组件价格的下降，公司户用系统盈利得到持续改善。

短期费用率承压，随着收入恢复增长，费用率有望逐步下降：2024 年因收入下滑导致公司各项费用率升高，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.95%/4.81%/8.18%，三项费用率合计 20.94%，同比增加 3.92pct。1Q25 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.06%/4.57%/7.37%/0.10%，费用率合计 19.1%，同比下降 9.95pct。随着后续公司收入持续增长，预计费用率有望逐步下降。

盈利预测、估值与评级

根据公司年报、一季报及我们对行业最新判断，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.24、4.17、5.63 亿元，对应 PE 为 31、24、18 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

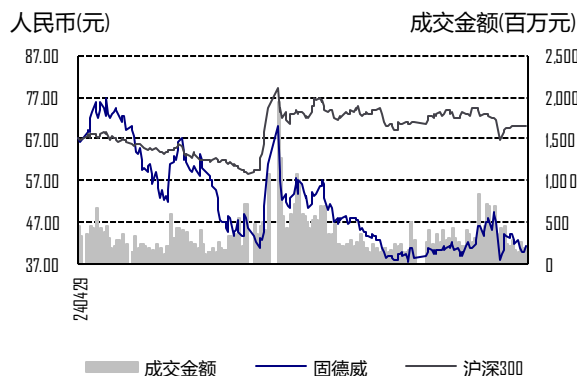
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：41.05 元

相关报告：

1. 《固德威公司点评：Q2 实现扭亏，静待下半年业绩弹性释放》，2024.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,353	6,738	7,752	8,666	9,529
营业收入增长率	56.10%	-8.36%	15.05%	11.80%	9.95%
归母净利润(百万元)	852	-62	324	417	563
归母净利润增长率	31.24%	-107.25%	N/A	28.86%	34.86%
摊薄每股收益(元)	4.929	-0.255	1.335	1.720	2.320
每股经营性现金流净额	5.98	-3.27	7.31	4.34	5.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.57%	-2.25%	10.76%	12.39%	14.59%
P/E	26.49	-160.52	30.75	23.86	17.70
P/B	7.57	3.61	3.31	2.96	2.58

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,710	7,353	6,738	7,752	8,666	9,529
增长率		56.1%	-8.4%	15.0%	11.8%	10.0%
主营业务成本	-3,182	-5,091	-5,326	-5,858	-6,544	-7,180
%销售收入	67.5%	69.2%	79.0%	75.6%	75.5%	75.4%
毛利	1,529	2,262	1,412	1,894	2,122	2,348
%销售收入	32.5%	30.8%	21.0%	24.4%	24.5%	24.6%
营业税金及附加	-13	-51	-42	-54	-61	-67
%销售收入	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-339	-493	-536	-558	-607	-648
%销售收入	7.2%	6.7%	7.9%	7.2%	7.0%	6.8%
管理费用	-197	-288	-324	-341	-364	-400
%销售收入	4.2%	3.9%	4.8%	4.4%	4.2%	4.2%
研发费用	-348	-470	-551	-581	-607	-667
%销售收入	7.4%	6.4%	8.2%	7.5%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	632	959	-41	359	485	566
%销售收入	13.4%	13.0%	N/A	4.6%	5.6%	5.9%
财务费用	95	124	-25	2	-6	25
%销售收入	-2.0%	-1.7%	0.4%	0.0%	0.1%	-0.3%
资产减值损失	-64	-131	-151	-55	-72	-27
公允价值变动收益	-4	0	14	20	20	20
投资收益	13	-4	67	0	0	0
%税前利润	1.9%	N/A	N/A	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	695	1,007	-63	386	497	664
营业利润率	14.8%	13.7%	N/A	5.0%	5.7%	7.0%
营业外收支	-5	-3	-4	-2	-2	-2
税前利润	690	1,004	-67	385	495	662
利润率	14.7%	13.7%	N/A	5.0%	5.7%	6.9%
所得税	-54	-138	63	-51	-65	-87
所得税率	7.8%	13.7%	N/A	13.2%	13.2%	13.2%
净利润	636	866	-4	334	429	575
少数股东损益	-13	14	58	10	12	12
归属于母公司的净利润	649	852	-62	324	417	563
净利率	13.8%	11.6%	N/A	4.2%	4.8%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	636	866	-4	334	429	575
少数股东损益	-13	14	58	10	12	12
非现金支出	146	269	336	282	324	297
非经营收益	-140	-87	-194	162	10	-31
营运资金变动	232	-14	-932	996	289	397
经营活动现金净流	874	1,034	-793	1,773	1,052	1,238
资本开支	-486	-565	-492	-385	-401	-271
投资	-29	15	-22	211	-100	0
其他	12	8	8	0	0	0
投资活动现金净流	-503	-543	-506	-174	-501	-271
股权募资	15	44	10	-15	0	0
债权募资	50	88	1,395	-355	-179	-608
其他	-117	-345	-815	-130	-134	-120
筹资活动现金净流	-52	-213	589	-500	-313	-728
现金净流量	380	348	-704	1,099	238	239

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,577	1,838	1,073	2,166	2,399	2,634
应收款项	827	871	1,101	1,297	1,351	1,382
存货	1,579	1,944	2,638	2,383	2,435	2,672
其他流动资产	268	365	457	328	454	468
流动资产	4,250	5,019	5,269	6,174	6,639	7,156
%总资产	73.3%	70.6%	66.3%	70.9%	70.8%	71.9%
长期投资	208	273	263	52	52	52
固定资产	1,054	1,530	1,978	2,074	2,198	2,176
%总资产	18.2%	21.5%	24.9%	23.8%	23.5%	21.9%
无形资产	110	155	191	260	285	309
非流动资产	1,549	2,093	2,683	2,536	2,733	2,792
%总资产	26.7%	29.4%	33.7%	29.1%	29.2%	28.1%
资产总计	5,799	7,111	7,952	8,710	9,372	9,948
短期借款	76	69	1,137	1,041	861	252
应付款项	2,595	2,845	2,409	3,166	3,485	3,966
其他流动负债	619	786	914	997	1,129	1,310
流动负债	3,290	3,700	4,461	5,204	5,474	5,528
长期贷款	0	71	169	169	169	169
其他长期负债	228	280	409	153	177	197
负债	3,518	4,051	5,039	5,526	5,820	5,894
普通股股东权益	2,257	2,983	2,750	3,010	3,367	3,857
其中：股本	123	173	243	243	243	243
未分配利润	1,072	1,702	1,510	1,786	2,142	2,632
少数股东权益	24	77	164	174	186	198
负债股东权益合计	5,799	7,111	7,952	8,710	9,372	9,948

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.270	4.929	-0.255	1.335	1.720	2.320
每股净资产	18.324	17.253	11.336	12.409	13.880	15.899
每股经营现金净流	7.098	5.981	-3.269	7.310	4.337	5.102
每股股利	1.600	0.750	0.000	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	28.76%	28.57%	-2.25%	10.76%	12.39%	14.59%
总资产收益率	11.20%	11.98%	-0.78%	3.72%	4.45%	5.66%
投入资本收益率	24.73%	25.87%	-0.05%	7.07%	9.14%	10.93%
增长率						
主营业务收入增长率	75.88%	56.10%	-8.36%	15.05%	11.80%	9.95%
EBIT 增长率	89.03%	51.74%	#####	-971.49%	34.99%	16.86%
净利润增长率	132.27%	31.24%	#####	N/A	28.86%	34.86%
总资产增长率	56.10%	22.63%	11.82%	9.53%	7.61%	6.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.8	32.5	41.4	50.0	48.0	44.0
存货周转天数	139.6	126.3	157.0	150.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	123.0	81.6	76.3	90.0	85.0	90.0
固定资产周转天数	69.8	51.9	105.4	91.4	81.5	69.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.29%	-55.49%	7.47%	-30.48%	-41.79%	-57.43%
EBIT 利息保障倍数	-6.7	-7.8	-1.6	-190.2	81.7	-22.3
资产负债率	60.66%	56.97%	63.36%	63.44%	62.10%	59.24%

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	2	4	6	15
增持	0	0	0	0	5
中性	0	1	1	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.40	1.50	1.60

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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