

公司研究

业绩承压，静待海外需求修复

——固德威（688390.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 67.38 亿元，同比-8.36%；实现归母净利润-0.62 亿元；实现扣非归母净利润-1.94 亿元。2025Q1 公司实现营收 18.82 亿元，同比+67.13%；实现归母净利润-0.28 亿元；实现扣非归母净利润-0.63 亿元。

点评：

去库压力下，2024 年储能逆变器、储能电池业务营收同比大幅下降。公司 2024 年储能逆变器业务实现营收 4.62 亿元，同比-70.53%；储能电池业务实现营收 4.73 亿元，同比-45.57%。公司储能业务长期坚持开拓海外市场，在德国、意大利、澳大利亚等国家积累了众多优质客户，随着海外市场需求的持续修复，公司储能逆变器和储能电池业务营收有望逐步改善。

光伏逆变器国内出货比例提升，2024 年毛利率有所下滑。公司 2024 年光伏逆变器业务实现营收 22.17 亿元，同比-22.5%；毛利率为 19.78%，同比-9.65pct。2024 年公司境内逆变器销量约为 29.3 万台，占比约 48.87%，较 2023 年+13.51pct。国内逆变器盈利水平较低，致使 2024 年光伏逆变器业务整体毛利率下滑。

户用系统销售业务增长迅速。公司 2024 年户用系统销售业务实现营收 30.6 亿元，同比+84.96%；毛利率为 14.11%，同比+1.17pct。2025Q1，公司整体实现营收 18.82 亿元，同比+67.13%，主要系户用系统销售的大幅增加。在海外储能电池、储能逆变器领域销售承压的过程中，公司积极推动户用系统销售业务的发展并取得较好的效果。

盈利预测、估值与评级：考虑到欧洲户储需求恢复不及预期、光储行业竞争加剧，我们下调公司 25-26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 1.99/3.75/5.64 亿元（下调 79%/下调 68%/新增），当前股价对应 25-27 年 PE 为 50/27/18 倍。考虑到公司业绩暂时承压，下调至“增持”评级。

风险提示：光伏装机、海外市场拓展不及预期；竞争加剧导致盈利下降的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,353	6,738	8,510	10,069	11,381
营业收入增长率	56.10%	-8.36%	26.31%	18.31%	13.04%
归母净利润（百万元）	852	-62	199	375	564
归母净利润增长率	31.24%	-107.25%	-	88.87%	50.37%
EPS（元）	4.93	-0.25	0.82	1.55	2.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.57%	-2.25%	6.73%	11.43%	14.99%
P/E	8	-	50	27	18
P/B	2.4	3.6	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-28；2023 年底股本为 1.73 亿股，2024 年由于转增和股权激励原因变为 2.43 亿股

增持（下调）

当前价：41.05 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：和霖

执业证书编号：S0930523070006

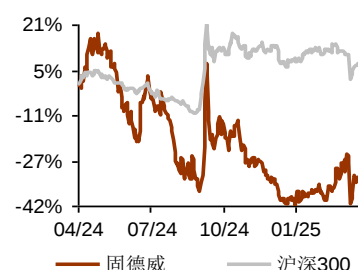
021-52523853

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.43
总市值(亿元)	99.58
一年最低/最高(元)	35.80/78.71
近 3 月换手率	177.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.07	6.62	-43.32
绝对	-14.48	6.26	-38.97

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,353	6,738	8,510	10,069	11,381
营业成本	5,091	5,326	6,716	7,901	8,878
折旧和摊销	97	140	195	219	249
税金及附加	51	42	53	63	71
销售费用	493	536	591	679	745
管理费用	288	324	367	404	434
研发费用	470	551	586	643	704
财务费用	-124	25	51	40	9
投资收益	-4	67	0	0	0
营业利润	1,007	-63	243	451	667
利润总额	1,004	-67	243	451	667
所得税	138	-63	24	45	67
净利润	866	-4	218	406	600
少数股东损益	14	58	20	31	36
归属母公司净利润	852	-62	199	375	564
EPS(元)	4.93	-0.25	0.82	1.55	2.32

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,034	-793	580	1,194	1,990
净利润	852	-62	199	375	564
折旧摊销	97	140	195	219	249
净营运资金增加	539	1,135	200	-306	-916
其他	-454	-2,006	-13	906	2,093
投资活动产生现金流	-543	-506	-521	-676	-671
净资本支出	-565	-492	-672	-672	-672
长期投资变化	32	33	-1	-1	-1
其他资产变化	-9	-47	152	-4	2
融资活动现金流	-213	589	144	-284	-756
股本变化	50	70	0	0	0
债务净变化	65	1,165	195	-200	-665
无息负债变化	469	-178	1,021	1,383	1,760
净现金流	348	-704	203	234	563

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	30.8%	21.0%	21.1%	21.5%	22.0%
EBITDA 率	17.0%	4.7%	5.8%	7.1%	8.2%
EBIT 率	15.4%	2.3%	3.5%	4.9%	6.0%
税前净利润率	13.7%	-1.0%	2.9%	4.5%	5.9%
归母净利润率	11.6%	-0.9%	2.3%	3.7%	5.0%
ROA	12.2%	0.0%	2.3%	3.7%	4.8%
ROE (摊薄)	28.6%	-2.2%	6.7%	11.4%	15.0%
经营性 ROIC	43.1%	0.2%	5.7%	9.3%	14.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	57%	63%	67%	68%	68%
流动比率	1.36	1.18	1.16	1.14	1.16
速动比率	0.83	0.59	0.56	0.55	0.57
归母权益/有息债务	21.20	2.11	1.96	2.52	5.93
有形资产/有息债务	49.10	5.79	5.97	8.05	18.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,111	7,952	9,386	10,930	12,544
货币资金	1,838	1,073	1,277	1,510	2,074
交易性金融资产	0	15	15	15	15
应收账款	671	857	1,057	1,244	1,342
应收票据	95	90	114	135	152
其他应收款 (合计)	93	130	163	192	217
存货	1,944	2,638	3,326	3,913	4,397
其他流动资产	198	281	281	281	281
流动资产合计	5,019	5,269	6,402	7,490	8,681
其他权益工具	9	9	9	9	9
长期股权投资	32	33	34	35	36
固定资产	1,045	1,946	2,004	2,120	2,270
在建工程	485	32	350	589	768
无形资产	114	112	152	189	224
商誉	9	34	34	34	34
其他非流动资产	58	5	57	57	57
非流动资产合计	2,093	2,683	2,984	3,441	3,863
总负债	4,051	5,039	6,254	7,436	8,531
短期借款	45	1,073	1,177	821	0
应付账款	986	1,242	1,679	2,370	3,373
应付票据	1,480	836	1,343	1,975	2,663
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	293	343	358	372	383
流动负债合计	3,700	4,461	5,537	6,554	7,485
长期借款	71	169	324	479	635
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	34	34	34	34
非流动负债合计	351	578	718	882	1,046
股东权益	3,060	2,913	3,132	3,494	4,013
股本	173	243	243	243	243
公积金	1,099	1,006	1,026	1,041	1,041
未分配利润	1,702	1,510	1,689	2,005	2,488
归属母公司权益	2,983	2,750	2,948	3,280	3,762
少数股东权益	77	164	183	214	250

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	6.71%	7.95%	6.95%	6.75%	6.55%
管理费用率	3.92%	4.81%	4.31%	4.01%	3.81%
财务费用率	-1.68%	0.37%	0.60%	0.40%	0.08%
研发费用率	6.39%	8.18%	6.88%	6.38%	6.18%
所得税率	14%	95%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.75	0.00	0.18	0.33	0.49
每股经营现金流	5.98	-3.27	2.39	4.92	8.20
每股净资产	17.25	11.34	12.15	13.52	15.51
每股销售收入	42.53	27.78	35.08	41.51	46.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8	-	50	27	18
PB	2.4	3.6	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	5.4	38.6	24.0	16.3	11.5
股息率	1.8%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP