固德威（688390）

2024 年报&2025 一季报点评：25Q1 环比略有改善，Q2 持续环增，全年出货有望高增

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,353	6,738	9,334	10,837	12,842
同比（%）	56.10	(8.36)	38.53	16.10	18.50
归母净利润（百万元）	852.10	(61.81)	353.34	504.31	701.67
同比（%）	31.24	(107.25)	671.66	42.72	39.13
EPS-最新摊薄（元/股）	3.51	(0.25)	1.46	2.08	2.89
P/E（现价&最新摊薄）	11.69	-	28.18	19.75	14.19

投资要点

- **事件：**公司 2024 年实现营收 67.4 亿元，同比-8%，归母净利润-0.62 亿元，同比-107%，其中 2024Q4 实现 17.9 亿元，同环比+5.4%/-0.1%，归母净利润-0.7 亿元，同环比-73%/-317%。2025Q1 公司实现营收 18.8 亿元，同环比+67%/5%，实现归母净利润-0.28 亿元，同环比+3%/+60%。
- **2024 年并网出货略增，2025 年国内抢装+海外需求旺盛出货恢复高增长。**公司 24 年并网实现营收 22.2 亿元，出货约 55 万台，同比略增，其中 24Q4 我们预计出货约 13-14 万台，环比略有下滑，其中国内占比约 65%，受低毛利率的国内市场占比提升影响，毛利率环比有所下降。25Q1 我们预计并网出货约 18 万台，环增 30%，国内占比约 2/3，Q2 国内抢装叠加海外需求改善出货有望环比高增，25 年有望实现出货 80 万台，同增 30%+。
- **2024 年储能出货有所下滑，2025Q2 出货逐步改善，全年有望翻倍增长。**公司 2024 全年储能实现营收 4.6 亿元，出货约 5 万台，其中 2024Q4 出货约 1 万台，环降约 50%，主要系 10、11 月需求放缓，2025Q1 我们预计出货约 1 万台，环比基本持平，主要系确收因素有所延迟，随东南亚、巴西及欧洲需求逐步起量，公司 4、5 月排产逐步提升，2025Q2 有望环比翻多倍增长，25 年全年我们预计出货约 10+万台，同比翻倍增长。24 年储能电池实现营收 4.7 亿元，出货约 217MWh，同比下滑 36%，2025Q1 我们预计出货约 50-100MWh，全年看电池有望翻倍增长至 0.5gwh+。
- **2025 年户用系统稳健增长。**公司 2024 年户用系统实现营收 30.6 亿元，同增 85%，确收约 1GW，同比翻倍增长，2025Q1 我们预计实现营收约 10 亿元，全年预计出货 1gw+，同比略增。
- **2024 年期间费率略有增长、2025Q1 存货略有下滑、合同负债有所增长。**公司 2024 年期间费用 14.4 亿元，同增 27%，期间费率 21.3%，同比+6pct。2025Q1 期间费用 3.6 亿元，同环比+9%/-10%，期间费率 19.1%，同环比-10/-3pct。2025Q1 末公司存货为 21.8 亿元，较 2025 年初下降约 17%，公司合同负债为 4.4 亿元，较 25 年初增长 28%。2025Q1 经营性净现金为-2.5 亿元，同比去年同期增加 4.6 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑国内逆变器占比较高毛利率较低，费用率水平依旧较高，我们下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.5/5.0/7.0 亿元，（2025-2026 年前值为 6.1/8.7 亿元），同比+672%/+43%/+39%，对应 PE 为 28/20/14 倍，考虑公司储能及并网出货明显改善，2025 年有望高增，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期。

2025 年 04 月 29 日

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
证券分析师 余慧勇
执业证书：S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	41.05
一年最低/最高价	35.80/111.02
市净率(倍)	3.65
流通 A 股市值(百万元)	9,958.17
总市值(百万元)	9,958.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.25
资产负债率(%,LF)	63.30
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)：2024 年三季报点评：Q3 储能出货占比提升、盈利开始逐步恢复》

2024-10-30

《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》

2024-09-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固德威三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**5,269**	**6,677**	**7,312**	**8,858**
货币资金及交易性金融资产	1,088	1,906	1,417	2,092
经营性应收款项	1,038	1,260	1,537	1,775
存货	2,638	2,991	3,748	4,344
合同资产	118	114	161	174
其他流动资产	387	406	448	473
非流动资产	**2,683**	**3,073**	**3,611**	**3,942**
长期股权投资	33	30	30	28
固定资产及使用权资产	1,988	2,341	2,822	3,132
在建工程	32	32	32	32
无形资产	112	131	139	153
商誉	34	46	65	63
长期待摊费用	45	55	66	76
其他非流动资产	438	438	458	458
资产总计	**7,952**	**9,751**	**10,923**	**12,799**
流动负债	**4,461**	**5,901**	**6,561**	**7,725**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,137	1,287	1,437	1,587
经营性应付款项	2,077	3,082	3,391	4,147
合同负债	345	387	491	560
其他流动负债	900	1,144	1,241	1,430
非流动负债	578	578	578	578
长期借款	169	169	169	169
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	25	25	25	25
其他非流动负债	385	385	385	385
负债合计	**5,039**	**6,478**	**7,139**	**8,303**
归属母公司股东权益	2,750	3,103	3,607	4,309
少数股东权益	164	169	177	187
所有者权益合计	**2,913**	**3,272**	**3,784**	**4,497**
负债和股东权益	**7,952**	**9,751**	**10,923**	**12,799**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**6,738**	**9,334**	**10,837**	**12,842**
营业成本(含金融类)	5,326	7,049	8,199	9,750
税金及附加	42	65	76	90
销售费用	536	672	759	835
管理费用	324	420	477	539
研发费用	551	663	737	835
财务费用	25	36	36	42
加:其他收益	77	93	108	116
投资净收益	67	75	76	83
公允价值变动	14	0	0	0
减值损失	(151)	(147)	(140)	(138)
资产处置收益	(3)	0	0	0
营业利润	**(63)**	**450**	**598**	**812**
营业外净收支	(4)	(2)	(3)	(2)
利润总额	**(67)**	**448**	**595**	**809**
减:所得税	(63)	90	83	97
净利润	**(4)**	**359**	**512**	**712**
减:少数股东损益	58	5	8	11
归属母公司净利润	**(62)**	**353**	**504**	**702**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.25)	1.46	2.08	2.89
EBIT	(96)	465	590	793
EBITDA	89	749	948	1,221
毛利率(%)	20.95	24.48	24.34	24.08
归母净利率(%)	(0.92)	3.79	4.65	5.46
收入增长率(%)	(8.36)	38.53	16.10	18.50
归母净利润增长率(%)	(107.25)	671.66	42.72	39.13

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(793)	1,326	251	1,272
投资活动现金流	(506)	(608)	(833)	(685)
筹资活动现金流	589	99	94	88
现金净增加额	(704)	817	(489)	675
折旧和摊销	185	284	358	428
资本开支	(492)	(677)	(898)	(760)
营运资本变动	(932)	559	(742)	12

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	11.34	12.79	14.87	17.76
最新发行在外股份（百万股）	243	243	243	243
ROIC(%)	(0.14)	8.26	9.98	11.94
ROE-摊薄(%)	(2.25)	11.39	13.98	16.28
资产负债率(%)	63.36	66.44	65.36	64.87
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	28.18	19.75	14.19
P/B（现价）	3.62	3.21	2.76	2.31

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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