

新能源

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 41.05 人民币 43.30↓ +5.5%

2025 年 4 月 29 日

固德威 (688390 CH)

业绩低于预期，合同负债大增预示业绩有望恢复

- ① **业绩低于预期，高毛利率的欧洲业务收入下降：**公司 2024 年营收 67.4 亿元（人民币，下同），同比下降 8%，盈利由 2023 年的 8.52 亿元转为亏损 0.62 亿元，符合业绩快报，低于我们预期；较低毛利率（14.2%）的内地业务收入增 58%至 46.9 亿元，而户储去库存导致较高毛利率（42.1%）及主要利润来源的欧洲逆变器及电池收入降至 9.4 亿元，同时费用增加，导致亏损。4Q24 营收 17.9 亿元，同/环比+5%/-0.1%；亏损 0.7 亿元，环比转亏，主要由于毛利率下降。1Q25 营收 18.8 亿元，同/环比增长 67%/5%，主要由于内地逆变器及户用电站销售大增；亏损 0.28 亿元，业绩低于我们预期；毛利率 19.4%，同/环比-8.1/+4.1 个百分点。
- ② **储能产品销售下滑，户用系统盈利超预期：**2024 年并网逆变器收入/销量为 22.2 亿元/54.8 万台，同比-23%/+3%，由于内地销售占比大幅提升，单价下跌 25%，毛利率同比降 9.6 个百分点至 19.8%；储能逆变器收入/销量 4.6 亿元/5.1 万台，下降 71%/67%，单价下跌 11%，毛利率 49.7%，同比降 6.1 个百分点，但仍维持较高水平；逆变器收入中海外占比 54%，海外/内地毛利率 38.5%/9.3%，同比下降 9.5/1.1 个百分点；储能电池收入/销量 4.7 亿元/217MWh，下降 46%/36%，毛利率 31.8%，同比提高 6.8 个百分点；户用系统收入 30.6 亿元，大增 85%，超出我们预期，毛利率 14.1%，同比提高 1.2 个百分点，对应子公司昱德盈利 2.2 亿元（公司持股 70%）。
- ③ **合同负债大增预示业绩有望恢复，维持中性：**欧洲户储需求恢复缓慢导致公司业绩持续低于预期，但公司产品竞争力仍然强劲，1 季度内地户用逆变器销量排名第一，截至 1 季度末合同负债达 4.4 亿元，创历史新高，同/环比大增 85%/28%，预示业绩有望恢复。由于业绩低于预期，我们下调 2025/26 年盈利 72%/42%。我们将估值基准切换至 2026 年，维持 23 倍市盈率不变，目标价下调至 43.30 元（原 57.10 元），维持中性。

财务数据一览

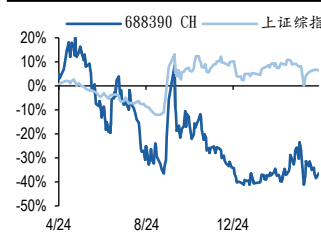
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	7,353	6,738	8,022	8,945	10,508
同比增长(%)	56.1	-8.4	19.1	11.5	17.5
净利润(百万人民币)	852	(62)	170	457	787
每股盈利(人民币)	3.52	(0.25)	0.70	1.88	3.25
同比增长(%)	30.9	-107.2	-375.4	168.2	72.4
前EPS预测值(人民币)			2.49	3.26	
调整幅度(%)			-71.8	-42.3	
市盈率(倍)	11.7	NA	58.5	21.8	12.6
每股账面净值(人民币)	12.32	11.34	11.90	13.40	16.00
市账率(倍)	3.33	3.62	3.45	3.06	2.57
股息率(%)	1.3	0.0	0.3	0.9	1.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	77.39
52周低位(人民币)	37.56
市值(百万人民币)	6,519.56
日均成交量(百万)	5.51
年初至今变化(%)	0.37
200天平均价(人民币)	45.00

资料来源：FactSet

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

郑民康

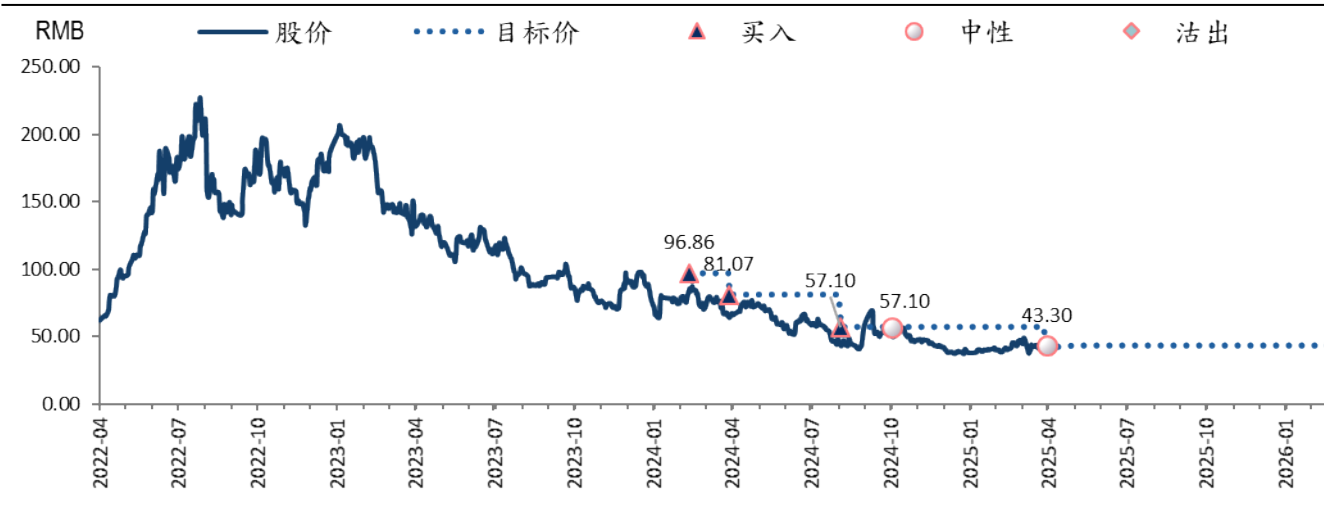
wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

图表 1：业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	1,126.1	2,021.6	1,795.7	1,794.5	1,882.1	67.1	4.9
营业成本	-816.8	-1,614.3	-1,375.2	-1,519.9	-1,516.7	85.7	-0.2
毛利	309.3	407.3	420.5	274.6	365.3	18.1	33.0
税金及附加	-8.2	-11.3	-9.3	-13.1	-17.7	114.9	34.9
销售费用	-113.4	-142.7	-134.5	-144.9	-132.8	17.2	-8.3
管理费用	-77.0	-84.2	-78.0	-84.8	-85.9	11.6	1.3
研发费用	-135.6	-129.4	-128.4	-158.0	-138.7	2.3	-12.2
财务费用	-2.5	-0.8	-11.1	-10.7	-1.8	-28.0	-82.9
其他收益	3.7	25.3	22.3	25.7	25.0	571.8	-2.4
投资收益	0.8	1.3	1.7	62.9	20.5	2458.7	-67.4
资产减值损失	-18.1	-26.5	-9.5	-67.5	-20.6	14.0	-69.4
信用减值损失	-0.6	-17.9	-8.3	-2.7	-19.8	3030.7	632.8
资产处置收益	-	-1.0	0.0	-2.2	1.2	NM	NM
营业外收支	-2.0	1.0	-3.1	0.3	-0.3	-84.0	NM
税前利润	-38.8	24.6	54.3	-106.7	-9.9	-74.6	-90.8
所得税	19.7	-0.7	-1.9	46.2	-0.8	NM	NM
净利润	-19.2	23.8	52.4	-60.5	-10.7	-44.2	-82.3
少数股东损益	-9.7	-18.8	-19.9	-9.9	-17.3	79.6	74.9
归母净利润	-28.8	5.0	32.5	-70.5	-28.0	-2.8	-60.2
扣非归母净利润	-34.9	-20.0	23.2	-161.9	-62.5	79.0	-61.4

资料来源：公司资料，交银国际

图表2：固德威 (688390 CH) 目标价及评级



图表3：交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1798 HK	大唐新能源	买入	2.25	2.65	17.8%	2025年03月31日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.40	2.46	2.5%	2025年03月26日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.05	3.51	15.1%	2025年03月24日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.08	23.06	20.9%	2025年03月21日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.36	8.00	25.8%	2025年02月21日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	62.60	72.50	15.8%	2025年04月28日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	41.05	43.30	5.5%	2025年04月29日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	4.45	6.28	41.1%	2025年04月02日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	0.79	1.49	88.6%	2025年03月31日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	8.43	13.45	59.5%	2025年03月28日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	买入	2.61	4.28	64.0%	2025年03月03日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	3.43	3.47	1.2%	2025年04月01日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	39.70	57.57	45.0%	2025年04月15日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	10.10	11.04	9.3%	2025年01月07日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	买入	0.92	1.17	27.2%	2025年03月03日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2025 年4月28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,353	6,738	8,022	8,945	10,508
主营业务成本	(5,091)	(5,326)	(6,286)	(6,856)	(7,987)
毛利	2,262	1,412	1,736	2,088	2,521
销售及管理费用	(782)	(860)	(890)	(930)	(988)
研发费用	(470)	(551)	(562)	(581)	(620)
其他经营净收入/费用	7	35	43	55	68
经营利润	1,018	36	327	632	981
财务成本净额	124	(25)	(13)	(22)	(4)
应占联营公司利润及亏损	(4)	67	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(134)	(144)	(80)	(80)	(80)
税前利润	1,004	(67)	234	530	897
税费	(138)	63	(23)	(53)	(90)
非控股权益	(14)	(58)	(40)	(20)	(20)
净利润	852	(62)	170	457	787
作每股收益计算的净利润	852	(62)	170	457	787

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,614	911	1,084	1,209	1,635
有价证券	0	15	15	15	15
应收账款及票据	779	971	1,157	1,290	1,515
存货	1,944	2,638	2,515	2,743	3,195
其他流动资产	681	734	734	734	734
总流动资产	5,019	5,269	5,505	5,990	7,094
物业、厂房及设备	1,045	1,946	2,013	2,061	2,091
无形资产	155	191	197	203	209
合资企业/联营公司投资	32	33	33	33	33
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	861	512	512	512	512
总长期资产	2,093	2,683	2,756	2,809	2,845
总资产	7,111	7,952	8,260	8,799	9,939
短期贷款	45	1,073	627	295	0
应付账款	2,465	2,077	2,452	2,674	3,115
其他短期负债	1,190	1,310	1,513	1,778	2,121
总流动负债	3,700	4,461	4,593	4,747	5,236
长期贷款	71	169	169	169	169
其他长期负债	280	409	409	409	409
总长期负债	351	578	578	578	578
总负债	4,051	5,039	5,170	5,324	5,814
股本	173	243	243	243	243
储备及其他资本项目	2,810	2,507	2,643	3,009	3,639
股东权益	2,983	2,750	2,886	3,251	3,881
非控股权益	77	164	204	224	244
总权益	3,060	2,913	3,090	3,475	4,125

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	866	(4)	210	477	807
折旧及摊销	97	140	183	202	221
营运资本变动	(89)	(1,170)	516	126	107
其他经营活动现金流	159	241	13	22	4
经营活动现金流	1,034	(793)	922	827	1,139
资本开支	(565)	(495)	(256)	(256)	(256)
其他投资活动现金流	23	(10)	0	0	0
投资活动现金流	(543)	(506)	(256)	(256)	(256)
负债净变动	88	1,395	(446)	(332)	(295)
其他融资活动现金流	(301)	(805)	(47)	(114)	(162)
融资活动现金流	(213)	589	(493)	(446)	(457)
汇率收益/损失	70	5	0	0	0
年初现金	1,267	1,614	911	1,084	1,209
年末现金	1,614	911	1,084	1,209	1,635

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.520	(0.255)	0.702	1.883	3.246
全面摊薄每股收益	3.520	(0.255)	0.702	1.883	3.246
每股股息	0.536	0.000	0.140	0.377	0.649
每股账面值	12.324	11.336	11.897	13.403	16.000
利润率分析(%)					
毛利率	30.8	21.0	21.6	23.3	24.0
EBITDA利润率	14.8	1.5	5.2	8.2	10.6
EBIT利润率	13.5	(0.5)	2.9	5.9	8.5
净利率	11.6	(0.9)	2.1	5.1	7.5
盈利能力(%)					
ROA	13.2	(0.8)	2.1	5.4	8.4
ROE	31.9	(2.1)	5.7	13.9	20.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	11.4	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.3	1.4
存货周转天数	126.3	157.0	149.6	139.9	135.7
应收账款周转天数	37.4	47.4	48.4	49.9	48.7
应付账款周转天数	175.9	155.7	131.5	136.4	132.3

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。