

## 费用管控能力显著提升，Q1 业绩环比改善

➤ **事件：**2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报，根据公司公告，2024 年公司实现营业收入 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，同比由盈转亏。分季度来看，24Q4 公司实现营业收入 17.94 亿元，同比+5.41%，环比-0.07%；实现归母净利润-0.70 亿元，实现扣非归母净利润-1.62 亿元；25Q1 公司实现营业收入 18.82 亿元，同比+67.13%，环比+4.88%；实现归母净利润-0.28 亿元，实现扣非归母净利润-0.63 亿元，亏损环比收窄。公司 24 年全年盈利能力承压主要原因是：1) 公司逆变器和电池的境外销量较去年同期较大幅度下降；2) 毛利较高的逆变器和电池的境外销量大幅下降，毛利较低的户用光伏系统境内销量较大幅度增加，综合导致营业成本增加；3) 期间费用率提升。公司 25Q1 业绩已环比有所改善，看好公司后续盈利能力持续修复。

➤ **费用管控能力增强，盈利能力显著改善。**25Q1 公司费用管控能力显著增强，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.06%/4.57%/7.37%/0.10%，环比分别下降 1.02Pcts/0.16Pcts/1.43Pcts/0.49Pcts。得益于成本与费用管控能力加强，公司 25Q1 盈利能力显著改善，毛利率与净利率分别为 19.41%/-0.57%，环比提升 4.11Pcts/2.80Pcts。

➤ **产品畅销全球，持续技术创新。**公司产品销往全球多个国家和地区，包括德国、澳大利亚、巴基斯坦、美国等市场，24 年全年逆变器出货 59.95 万台，其中并网逆变器 54.83 万台，储能逆变器 5.12 万台，境外出货占比约 51.13%。公司持续深耕户用和工商业光伏领域，24H1 发布了最新 SDTG3 系列光伏逆变器，将 SDT 系列产品功率段扩大至 40kW，产品功率密度得到极大提高，最高效率达 98.7%，有效提升发电量，24H2 发布全新款 SDT G3 系列 50kW、SMT G2 系列 60kW 产品，该工商业产品采用独家“降噪”技术，打造超低噪音的工商业光伏逆变器。

➤ **跨界布局热泵业务，有望提供新增量。**公司控股子公司固德热已建成 5 条全新高标准自动化热泵产品生产线，年产能 30 万台，有效拓宽了公司的业务矩阵，有望为公司后续增长注入新的动力。

➤ **投资建议：**公司盈利短期承压，随着公司全球化布局的加深以及海外逆变器库存去化加速，看好公司后续盈利能力持续修复，热泵业务有望为公司提供新增量。我们预计公司 25-27 年营收分别为 86.02/104.47/124.31 亿元，归母净利润分别为 4.39/5.60/7.16 亿元，对应 PE 分别为 23x/18x/14x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,738	8,602	10,447	12,431
增长率 (%)	-8.4	27.7	21.4	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-62	439	560	716
增长率 (%)	-107.3	811.0	27.4	27.9
每股收益 (元)	-0.25	1.81	2.31	2.95
PE	/	23	18	14
PB	3.6	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**41.05 元**

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**分析师 王一如**

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

**分析师 林誉韬**

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

**分析师 朱碧野**

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiyu@mszq.com

### 相关研究

1. 固德威 (688390.SH) 2024 年三季报点评：  
业绩环比改善，库存去化+全球化加速有望修复盈利-2024/11/03

2. 固德威 (688390.SH) 2023 年三季报点评：  
业绩环比下滑，看好库存边际改善后盈利回暖-2023/10/29

3. 固德威 (688390.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：逆变器出货高增长，储能业务贡献第二增长极-2023/04/29

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>6,738</b>	<b>8,602</b>	<b>10,447</b>	<b>12,431</b>
营业成本	5,326	6,462	7,875	9,383
营业税金及附加	42	55	67	80
销售费用	536	602	721	845
管理费用	324	387	460	535
研发费用	551	628	752	883
EBIT	<b>-96</b>	524	647	801
财务费用	25	61	64	61
资产减值损失	<b>-122</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
投资收益	67	86	104	124
<b>营业利润</b>	<b>-63</b>	<b>499</b>	<b>637</b>	<b>814</b>
营业外收支	<b>-4</b>	0	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>利润总额</b>	<b>-67</b>	<b>499</b>	<b>636</b>	<b>813</b>
所得税	<b>-63</b>	60	76	98
<b>净利润</b>	<b>-4</b>	439	560	716
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-62</b>	<b>439</b>	<b>560</b>	<b>716</b>
EBITDA	89	727	865	1,035

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,073	1,497	1,870	2,492
应收账款及票据	947	1,125	1,368	1,610
预付款项	66	81	98	117
存货	2,638	3,056	3,407	3,791
其他流动资产	544	547	629	712
<b>流动资产合计</b>	<b>5,269</b>	<b>6,305</b>	<b>7,372</b>	<b>8,721</b>
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	1,946	1,944	1,926	1,891
无形资产	112	113	114	115
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,683</b>	<b>2,707</b>	<b>2,713</b>	<b>2,704</b>
<b>资产合计</b>	<b>7,952</b>	<b>9,013</b>	<b>10,085</b>	<b>11,426</b>
短期借款	1,073	1,357	1,357	1,357
应付账款及票据	2,077	2,410	2,840	3,415
其他流动负债	1,310	1,452	1,702	1,967
<b>流动负债合计</b>	<b>4,461</b>	<b>5,219</b>	<b>5,899</b>	<b>6,739</b>
长期借款	169	169	169	169
其他长期负债	409	405	405	405
<b>非流动负债合计</b>	<b>578</b>	<b>573</b>	<b>573</b>	<b>573</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,039</b>	<b>5,792</b>	<b>6,472</b>	<b>7,312</b>
股本	243	243	243	243
少数股东权益	164	164	164	164
<b>股东权益合计</b>	<b>2,913</b>	<b>3,221</b>	<b>3,613</b>	<b>4,114</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,952</b>	<b>9,013</b>	<b>10,085</b>	<b>11,426</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	<b>-8.36</b>	27.67	21.45	19.00
EBIT 增长率	<b>-110.77</b>	643.81	23.34	23.88
净利润增长率	<b>-107.25</b>	811.01	27.38	27.87
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.95	24.88	24.62	24.53
净利润率	<b>-0.92</b>	5.11	5.36	5.76
总资产收益率 ROA	<b>-0.78</b>	4.88	5.55	6.26
净资产收益率 ROE	<b>-2.25</b>	14.37	16.23	18.12
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.18	1.21	1.25	1.29
速动比率	0.49	0.54	0.59	0.65
现金比率	0.24	0.29	0.32	0.37
资产负债率 (%)	63.36	64.26	64.18	63.99
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	40.84	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	154.84	160.00	150.00	140.00
总资产周转率	0.89	1.01	1.09	1.16
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	<b>-0.25</b>	1.81	2.31	2.95
每股净资产	11.34	12.60	14.22	16.28
每股经营现金流	<b>-3.27</b>	1.96	3.04	4.18
每股股利	0.00	0.54	0.69	0.89
<b>估值分析</b>				
PE	/	23	18	14
PB	3.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	115.42	14.10	11.84	9.89
股息收益率 (%)	0.00	1.32	1.69	2.16
<b>现金流量表 (百万元)</b>	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	<b>-4</b>	439	560	716
折旧和摊销	185	202	218	234
营运资金变动	<b>-932</b>	<b>-231</b>	<b>-93</b>	32
<b>经营活动现金流</b>	<b>-793</b>	<b>474</b>	<b>737</b>	<b>1,015</b>
资本开支	<b>-492</b>	<b>-221</b>	<b>-222</b>	<b>-222</b>
投资	<b>-22</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-506</b>	<b>-131</b>	<b>-120</b>	<b>-102</b>
股权募资	10	0	0	0
债务募资	1,395	282	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>589</b>	<b>80</b>	<b>-244</b>	<b>-291</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-704</b>	<b>423</b>	<b>373</b>	<b>622</b>

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048