

固德威（688390）

2025 中报点评：2025Q2 储能环增明显，2025Q3 储能出货继续改善

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	9,233	11,017	13,108
同比（%）	56.10	(8.36)	37.03	19.32	18.98
归母净利润（百万元）	852.10	(61.81)	265.07	501.73	701.52
同比（%）	31.24	(107.25)	528.85	89.28	39.82
EPS-最新摊薄（元/股）	3.51	(0.25)	1.09	2.07	2.89
P/E（现价&最新摊薄）	14.31	(197.25)	46.00	24.30	17.38

投资要点

- **事件：**公司 2025H1 实现营收 40.9 亿元，同比+30%，归母净利润-0.17 亿元，同比+30%，其中 2025Q2 实现营收 22 亿元，同环比+9%/+17%，归母净利润 0.11 亿元，同环比+129%/+141%。
- **2025Q2 并网出货环比略降、海外占比有所提升。**2025H1 并网出货约 40 万台，其中 2025Q2 出货约 19 万台，环比略降，其中国内出货约 10.5 万台，占比 55%，国内占比环比有所下降，毛利率环比基本持平。2025Q3 需求较为稳健，平均单月排产 8-9 万台，我们预计 2025Q3 出货环比略有增长，全年我们预计出货 80-90 万台，同增 50%+。
- **储能 2025Q2 环比高增改善、2025Q3 继续大幅改善。**公司 2025H1 储能出货约 3.3 万台，其中 2025Q2 出货约 2.5 万台，环比约翻两倍增长，毛利率略有下降。2025Q3 澳洲市场户储需求旺盛，公司出货逐月提升，2025Q3 出货我们预计环比翻倍以上增长，2025 年全年我们预计出货约 15-20 万台，同比增长 200%+。2025H1 储能电池出货约 214MWh，其中 2025Q2 出货约 150MWh，毛利率维持在 35%左右，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 2025H1 户用系统实现销量约 0.65GW，同增 50%+，全年我们预计出货 1gw+，同比略增。
- **2025H1 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 2025Q2 期间费用 4.0 亿元，同增 11%，环增 11%，期间费率 18.0%，同比+0.4pct，环比-1.1pct。2025Q2 末公司存货为 21.8 亿元，环比 2025Q1 末基本持平，2025Q2 末公司合同负债为 3.8 亿元，较 2025Q1 末下滑 14%。2025Q2 经营性净现金为 2.1 亿元，同比去年同期增加 4 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑费用仍刚性增长，我们下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026 及 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.7/5.0/7.0 亿元（前值为 3.5/5.0/7.0 亿元），同比+529%/+89%/+40%，考虑公司 2026 年逐步恢复增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、需求不及预期。

2025 年 08 月 30 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

yuh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.26
一年最低/最高价	35.80/73.04
市净率(倍)	4.47
流通 A 股市值(百万元)	12,192.39
总市值(百万元)	12,192.39

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》

2025-04-29

《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

固德威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,269	6,559	7,249	8,829	营业总收入	6,738	9,233	11,017	13,108
货币资金及交易性金融资产	1,088	1,844	1,311	1,971	营业成本(含金融类)	5,326	7,003	8,247	9,855
经营性应收款项	1,038	1,226	1,552	1,812	税金及附加	42	74	83	92
存货	2,638	2,971	3,771	4,391	销售费用	536	692	793	904
合同资产	118	113	164	178	管理费用	324	415	485	551
其他流动资产	387	404	451	477	研发费用	551	665	771	885
非流动资产	2,683	3,073	3,611	3,942	财务费用	25	36	36	43
长期股权投资	33	30	30	28	加:其他收益	77	65	77	92
固定资产及使用权资产	1,988	2,341	2,822	3,132	投资净收益	67	55	66	79
在建工程	32	32	32	32	公允价值变动	14	0	0	0
无形资产	112	131	139	153	减值损失	(151)	(167)	(150)	(138)
商誉	34	46	65	63	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	45	55	66	76	营业利润	(63)	301	595	811
其他非流动资产	438	438	458	458	营业外净收支	(4)	(2)	(3)	(2)
资产总计	7,952	9,632	10,860	12,771	利润总额	(67)	299	592	809
流动负债	4,461	5,872	6,591	7,789	减:所得税	(63)	30	83	97
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,137	1,287	1,437	1,587	净利润	(4)	269	509	712
经营性应付款项	2,077	3,061	3,411	4,192	减:少数股东损益	58	4	8	11
合同负债	345	385	494	566	归属母公司净利润	(62)	265	502	702
其他流动负债	900	1,139	1,248	1,444	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.25)	1.09	2.07	2.89
非流动负债	578	578	578	578	EBIT	(96)	383	638	822
长期借款	169	169	169	169	EBITDA	89	667	996	1,250
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.95	24.15	25.14	24.82
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	(0.92)	2.87	4.55	5.35
其他非流动负债	385	385	385	385	收入增长率(%)	(8.36)	37.03	19.32	18.98
负债合计	5,039	6,450	7,169	8,367	归母净利润增长率(%)	(107.25)	528.85	89.28	39.82
归属母公司股东权益	2,750	3,015	3,517	4,218					
少数股东权益	164	168	175	186					
所有者权益合计	2,913	3,183	3,692	4,404					
负债和股东权益	7,952	9,632	10,860	12,771					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(793)	1,284	216	1,262	每股净资产(元)	11.34	12.43	14.50	17.39
投资活动现金流	(506)	(627)	(843)	(690)	最新发行在外股份(百万股)	243	243	243	243
筹资活动现金流	589	99	94	88	ROIC(%)	(0.14)	7.75	10.99	12.57
现金净增加额	(704)	756	(533)	660	ROE-摊薄(%)	(2.25)	8.79	14.27	16.63
折旧和摊销	185	284	358	428	资产负债率(%)	63.36	66.96	66.01	65.51
资本开支	(492)	(677)	(898)	(760)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(197.25)	46.00	24.30	17.38
营运资本变动	(932)	567	(794)	(2)	P/B (现价)	4.43	4.04	3.47	2.89

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。

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>