

固德威 (688390.SH)

增持 (首次)

分布式逆变器领先者，将充分受益于澳洲与英国补贴

公司是分布式光储逆变器领先者，拥有完善的产品矩阵与全球化的营销体系。自 2023 年下半年以来，受到欧洲户储去库影响，经营阶段性承压。2025 年 Q3 开始，受澳洲户储补贴推动，公司经营得到改善。近期，澳洲再度加码户储补贴；英国也推出重磅户用光伏、储能及热泵补贴，公司在这些地区积累深、能力强，有望显著受益。

□ **分布式逆变器行业领先者，经营拐点已现。**公司成立于 2010 年，主营光伏逆变器、储能逆变器、储能电池及户用系统产品，覆盖户用、工商业及电站领域。2023 年下半年以来，受到欧洲户储去库影响，公司经营阶段性承压。2025 年 Q3，受到澳洲户储补贴推动，公司经营得到改善，单季度归母净利润近 1 亿元，创 2023 年 Q4 以来最高水平，经营拐点已现。

□ **产品矩阵完善，全球化布局。**公司主要产品涵盖并网逆变器、储能逆变器、储能电池等品类，能够满足户用、工商业及地面电站等不同场景需求。同时，公司子品牌固德热（公司持股 70%）热泵系统，能够满足户用、工商业及泳池加热需求。公司产品已大规模销往全球多个国家与地区，构建了较为完善的营销服务体系，作为最早进入国际市场的逆变器企业之一，公司在多个国家积累众多优质客户，并在多个市场市占率表现亮眼。

□ **将充分受益于澳洲与英国补贴。**2025 年 12 月，澳大利亚政府将“Cheaper Home Batteries”补贴预算提升三倍。自 25 年 7 月澳洲补贴推出以来，澳洲已成为表现最亮眼的户储市场，并推动公司经营显著好转，此次补贴规模扩大，对户储行业而言是有一针强心剂，公司在澳洲市占率达到 30%，有望显著受益。此外，英国政府近期也宣布花费 150 亿英镑，启动英国史上最大规模的房屋升级计划“Warm Home Plan”。预计将为至多 500 万户家庭进行升级改造，并帮助 100 万户家庭在 2030 年前摆脱能源贫困。此次补贴规模大、力度强，预计将对公司户储及热泵行业带来较大刺激。

□ **投资建议：**2025、2026 年，预计公司归母净利润分别为 1.98、9.05 亿元，对应 PE 114x、25x。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **风险提示：**政策推进不及预期、行业竞争加剧、行业需求不及预期、贸易壁垒加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7353	6738	8135	11004	12760
同比增长	56%	-8%	21%	35%	16%
营业利润(百万元)	1007	(63)	222	1032	1546
同比增长	45%	-106%	452%	365%	50%
归母净利润(百万元)	852	(62)	198	905	1353
同比增长	31%	-107%	420%	357%	50%
每股收益(元)	3.51	-0.25	0.81	3.72	5.57
PE	26.4	-363.6	113.5	24.8	16.6
PB	7.5	8.2	7.6	5.9	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

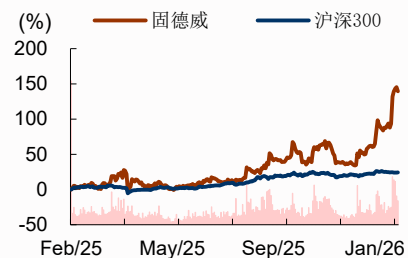
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：92.48 元

基础数据

总股本(百万股)	243
已上市流通股(百万股)	243
总市值(十亿元)	22.5
流通市值(十亿元)	22.5
每股净资产(MRQ)	11.2
ROE(TTM)	0.4
资产负债率	66.3%
主要股东	黄敏
主要股东持股比例	30.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	50	113	126
相对表现	49	99	102



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
- 蒋国峰 S1090524100005
jiangguofeng@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司概况.....	4
1、 公司简介	4
2、 股权结构	4
3、 主要产品	6
4、 财务分析	6
二、 全球化布局，将充分受益于澳洲与英国补贴	9
1、 管理层具有行业全局视野，研发实力强	9
2、 全球化布局，在多个市场表现亮眼	11
3、 产品矩阵完善	11
4、 将充分受益于澳洲与英国补贴	12
5、 盈利预测	13
风险提示	14

图表目录

图 1: 固德威发展历程	4
图 2: 固德威股权结构	5
图 3: 公司主营业务	6
图 4: 公司主营构成 (亿元)	6
图 5: 公司研发费用情况	10
图 6: 公司研发及生产基地布局	10
图 7: 公司研发费用情况	11
图 8: 公司研发及生产基地布局	11
图 9: 公司光储产品	12
图 10: 固德威热泵产品	12
图 11: 英国热泵安装及目标	13
图 12: 固德威历史 PE Band	14
图 13: 固德威历史 PB Band	14
表 1: 激励对象获授的限制性股票分配情况	5

表 2: 公司层面各年度业绩考核目标	5
表 3: 业绩摘要	7
表 4: 负债情况	7
表 5: 现金流情况	8
表 6: 资产回报率情况	8
表 7: 固定资产和在建工程情况	8
表 8: 公司高管履历	9
表 9: 公司人力资源情况	10
表 10: 英国补贴分配	12
表 11: 盈利预测	13
附: 财务预测表	15

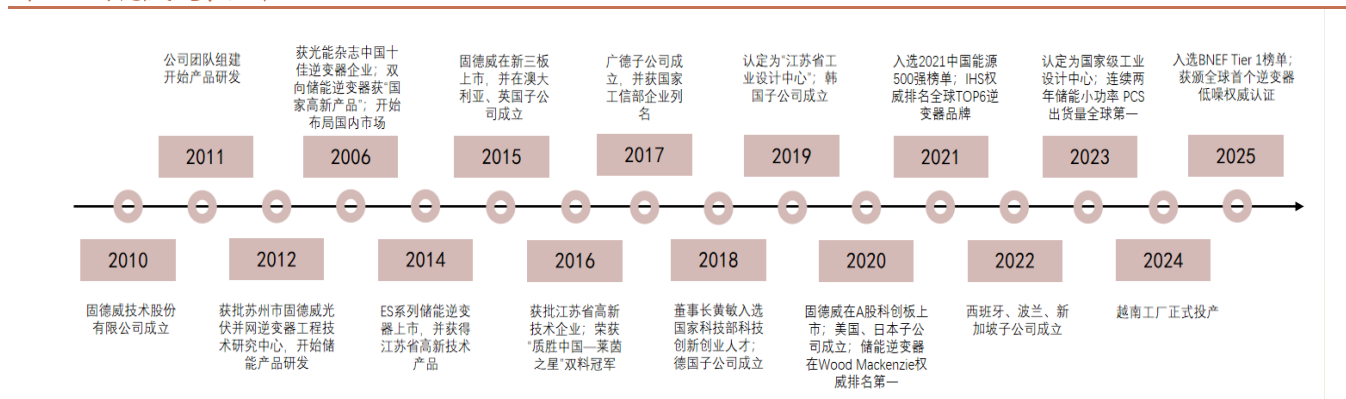
一、公司概况

1、公司简介

全球分布式逆变器的领先者。固德威成立于2010年，公司主营业务主要包括光伏并网逆变器、光伏储能逆变器、储能电池和户用系统等，并长期专注于太阳能、储能等新能源电力电源设备的研发、生产和销售，并致力于为家庭、工商业用户及地面电站提供智慧能源管理等整体解决方案。

公司产品通过了几十项相关认证及政府列名，立足中国，并已大规模销往全球100多个国家和地区。2021年即成为IHS权威排名全球前十逆变器品牌，在EESA发布的2022年、2023年储能产业链数据排名中，固德威小功率储能变流器（30kW以下）出货量连续两年排名全球第一。

图1：固德威发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构

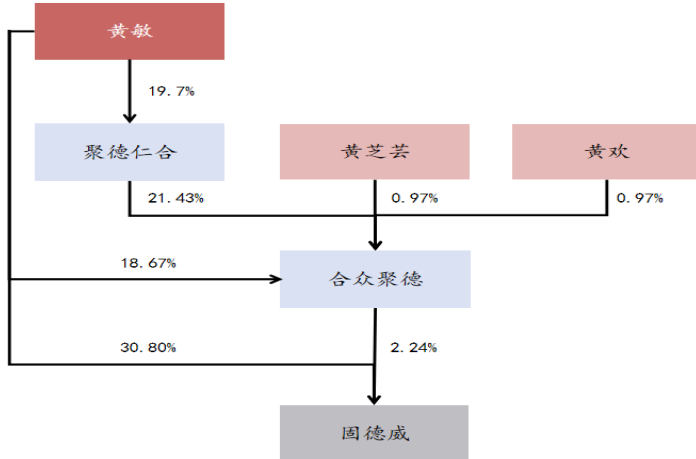
公司股权结构相对集中。截至2025Q3，公司实际控制人为黄敏，直接持股30.80%，并通过作为合众聚德的大股东，普通合伙人和执行事务人间接持股2.24%，累计持股33.04%。其中，合众聚德中的有限合伙人黄欢、黄芝芸系公司实际控制人黄敏的亲属，为黄敏的一致行动人。公司前十大股东中合众聚德为黄敏的一致行动人。

股权激励绑定核心员工，未来发展更稳定。公司于2026年1月8日发布股权激励计划（草案），激励工具为限制性股票（第二类限制性股票），限制性股票数量363.8630万股，约占公司股本的1.50%。首次授予80%，预留20%。限制性股票的授予价格为37.24元/股，激励对象391人，第一类激励对象366人，第二类激励对象25人。授予日由股东会审议通过后60日内董事会确定。业绩考核目标为：

- 第一个归属期：2026年营收不低于108亿元，净利润不低于6亿元。
- 第二个归属期：2026-2027年营业收入累计不低于243亿元，2026-2027年净利润累计不低于14亿元。
- 第三个归属期：2026-2028年营业收入累计不低于411亿元，2026-2028

年净利润累计不低于 25 亿元。

图 2: 固德威股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员					
潘冬华	中国	董事、副总经理	10.00	2.75%	0.04%
侯祥勇	中国	职工代表董事	4.00	1.10%	0.02%
都进利	中国	财务总监	3.00	0.82%	0.01%
王银超	中国	董事会秘书、法务总监	3.00	0.82%	0.01%
向军	中国	核心技术人员	4.00	1.10%	0.02%
徐南	中国	核心技术人员	4.00	1.10%	0.02%
小计			28.00	7.70%	0.12%
二、其他激励对象					
董事会认为需要激励的其他人员(385人)			263.0930	72.31%	1.08%
首次授予限制性股票数量合计(391人)			291.0930	80.00%	1.20%
三、预留部分			72.77	20.00%	0.30%
合计			363.8630	100.00%	1.50%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司层面各年度业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	满足以下两个目标之一: (1)2026 年营业收入不低于 108 亿元; (2)2026 年净利润不低于 6 亿元。
第二个归属期	满足以下两个目标之一: (1)2026-2027 年营业收入累计不低于 243 亿元; (2)2026-2027 年净利润累计不低于 14 亿元。
第三个归属期	满足以下两个目标之一: (1)2026-2028 年营业收入累计不低于 411 亿元; (2)2026-2028 年净利润累计不低于 25 亿元。

资料来源: 公司公告、招商证券

3、主要产品

公司长期致力于太阳能、储能等新能源电力电源设备的研发、生产和销售，并致力于为家庭、工商业用户及地面电站提供智慧能源管理等整体解决方案。公司是以新能源电力电源设备的转换、储能变换、能源管理为基础，拥有电力电子、新能源控制、能量管理、储能变换、海量数据采集存储和应用等领域的相关核心技术，主营业务产品包括光伏并网逆变器、光伏储能逆变器、储能电池和户用系统等。

- **光伏并网逆变器：**是光伏发电系统的核心设备，产品均为组串式逆变器，已涵盖 0.7kW~320kW 功率范围。产品包含微型逆变器（MIS 系列）和光伏并网逆变器（单相 XSG3 系列等和三相 SDTG3 系列等）。
- **光伏储能逆变器：**主要分为并网型光伏储能和离网型光伏储能，其中以并网型光伏储能为主。产品包含单相光伏储能、三相光伏储能、PCS、单相储能一体机、储能一体机、组串式变流升压一体机。
- **储能电池：**储能电池产品包括低压电池 Lynx Home A 系列、低压电池 Lynx Home U 系列、高压电池 Lynx Home FG2 系列、工商业户外电池柜 BAT 系列
- **户用系统：**指将光伏电池板放置于家庭住宅屋顶或者院落内的小型光伏电站。
- **光电建材：**产品包含旭日系列、银河系列、北极系列、星宇系列等。

图 3：公司主营业务

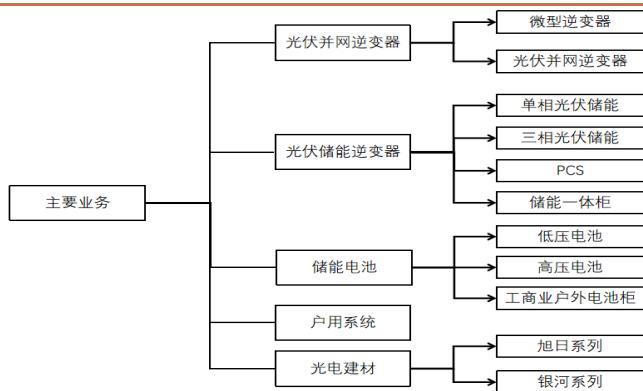
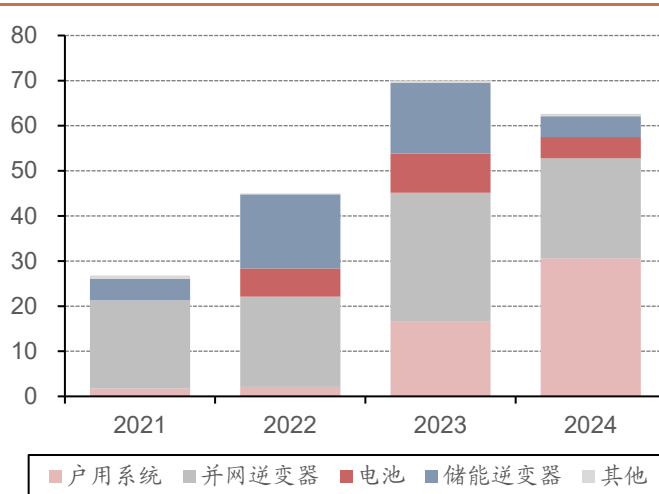


图 4：公司主营构成（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

4、财务分析

Q3 经营拐点已现。公司 2025 年前三季度收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 61.9、0.81、-0.01 亿元，同比提升 25%、838%、97%。Q3 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 21.08、0.98、0.48 亿元，同比提升 17%、

201%、106%。Q3 单季度业绩创 2023 年 Q4 以来最高水平，经营拐点已现。

Q3 毛利率 26.22%，同、环比提升 2.81、5.86pct。各项费用率合计 22.39%，同、环比提升 2.79、4.36pct。资产及信用减值合计 0.45 亿元，净利率 4.77%，同、环比提升 2.85、3.59pct。盈利能力大幅提升，分析主要系海外户储系统发货显著提升、澳洲等市场拉动明显。

表 3: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q3	2025Q3	同比变化(%)
营业收入	4710.2	7352.7	6737.9	1795.7	2108.4	17.42
营业成本	3181.5	5091.0	5326.3	1375.2	1555.5	13.11
毛利润	1528.7	2261.7	1411.6	420.5	552.9	31.50
销售税金	12.7	51.1	41.8	9.3	10.2	9.67
销售费用	339.2	493.4	535.5	134.5	188.7	40.22
管理费用	196.6	288.2	324.1	78.0	96.0	23.07
研发费用	347.8	469.6	551.3	128.4	173.4	35.08
经营利润	632.3	959.4	-41.2	70.3	84.7	20.50
资产和信用减值损失	-64.2	-131.2	-151.2	-17.8	-45.1	153.93
财务费用	-94.9	-123.7	25.1	11.1	14.0	26.77
投资收益	13.0	-3.6	66.7	1.7	2.6	52.17
资产处置收益	0.1	-0.0	-3.2	0.0	0.0	-43.98
公允价值变动净收益	-4.4	-0.1	13.9	-8.1	39.9	-592.54
其他收益	23.3	58.3	77.0	22.3	18.9	-15.33
营业外收入	0.4	0.1	1.2	0.2	0.4	103.16
营业外支出	5.4	2.9	5.0	3.3	1.0	-68.59
利润总额	690.1	1003.8	-66.8	54.3	86.3	58.96
所得税	53.8	137.5	-63.2	1.9	-14.3	-852.60
税后净利润	636.3	866.2	-3.5	52.4	100.6	92.01
少数股东损益	-13.0	14.1	58.3	19.9	2.8	-85.70
归母净利润	649.3	852.1	-61.8	32.5	97.7	200.83
非经常性损益	21.9	45.8	131.8	9.3	49.8	438.60
扣非归母净利润	627.4	806.3	-193.6	23.2	47.9	106.09
主要比率						百分点变化
毛利率	32.5	30.8	21.0	23.4	26.2	2.81
销售费用率	7.2	6.7	7.9	7.5	8.9	1.46
管理费用率	4.2	3.9	4.8	4.3	4.6	0.21
研发费用率	7.4	6.4	8.2	7.1	8.2	1.08
财务费用率	-2.0	-1.7	0.4	0.6	0.7	0.05
所得税率	8.0	13.7	47.4	3.6	-17.1	-20.69
净利率	13.5	11.8	-0.1	2.9	4.8	1.85
扣非净利率	13.3	11.0	-2.9	1.3	2.3	0.98

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q3	百分点变化
负债率%	60.66	56.97	63.36	66.28	2.92
短期借款	50.05	44.89	1073.13	1153.92	7.53
一年内到期	26.17	24.56	64.21	28.80	-55.15
长期借款	0.00	71.27	168.54	127.00	-24.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款	118.28	127.25	227.41	0.00	-100.00
在手现金	1576.65	1838.44	1073.37	936.25	-12.78

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 现金流情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1-3	2025Q1-3	百分点变化
赊销比	15.40	10.42	14.06	16.33	36.36	20.03
存货营收比	33.52	26.44	39.15	49.02	50.11	1.09
销售商品、劳务获现金/营收	98.80	97.55	96.62	94.98	74.73	-20.25
经营性现金流净额 (百万元)	874.50	1034.08	-792.97	-1024.18	-32.67	-96.81
经营现金流净额/税后净利润	137.45	119.38	22442.34	-113.97	-57.30	56.67

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q3	2025Q3	百分点变化
归上净利率(%)	13.78	11.59	-0.92	1.81	4.63	2.83
总资产周转率(%)	0.99	1.14	0.89	0.67	0.75	0.09
权益乘数	2.43	2.46	2.63	2.52	3.01	0.48
ROE(%)	33.18	32.52	-2.16	0.29	2.97	2.67
ROA(%)	13.38	13.42	-0.05	0.77	1.41	0.64
ROIC(%)	31.01	30.47	-0.97	1.53	2.59	1.07

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 固定资产和在建工程情况

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q3	百分点变化 (%)
固定资产	900.64	1044.77	1946.47	1783.67	-8.36
在建工程	153.48	485.18	32.02	9.43	-70.55

资料来源: 公司公告、招商证券

二、全球化布局，将充分受益于澳洲与英国补贴

1、管理层具有行业全局视野，研发实力强

技术底蕴深厚，管理层具有行业全局视野。公司管理层大多毕业于国内外顶尖学府，学历教育背景高。核心技术高管在光储领域耕耘多年，具有较强的技术实力。高管均具有丰富的企业任职经历，具备行业全局视野。

强大的研发实力。公司拥有一支优秀的研发团队，核心技术人员均拥有多年的光伏及储能技术研发、经营经验。截至 2024 年末，公司共有技术人员 1332 人，有力支撑了公司的技术创新和产品研发。

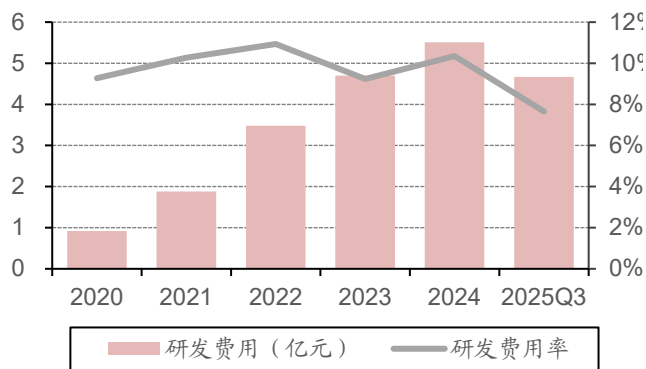
表 8: 公司高管履历

姓名	职务	学历	出生年份	简介
黄敏	董事长, 总经理	硕士	1973	研究生学历。2001 年 9 月至今，历任苏州华雅执行董事兼总经理、执行董事；2005 年 3 月至今，历任苏州华彩执行董事兼总经理、监事；2010 年 11 月创办固德威，任董事长兼总经理；黄敏先生为公司创始人，自公司设立以来一直担任董事长、总经理，全面主持公司的战略决策和经营管理工作；黄敏先生曾入选科技部 2017 年科技创新创业人才。2018 年，获中共江苏省委组织部等四部门颁发的“江苏省科技企业家”证书。
潘冬华	副总经理	博士	1987	博士学历。2015 年 7 月至 2017 年 8 月，任苏州汇川技术有限公司高级工程师；2017 年 9 月至 2019 年 10 月，任丹麦奥尔堡大学博士后研究员；2022 年 1 月加入固德威技术股份有限公司，现任副总经理，主持公司产品研发工作。潘冬华先生本科和博士均毕业于华中科技大学电气工程专业，长期从事电力电子技术研究工作，拥有十余年新能源相关技术与产品开发经验。发表论文 45 篇，获得或申请发明专利 40 项，撰写专著 2 部；获得教育部高等学校科学研究优秀成果奖自然科学一等奖、斯坦福大学“全球前 2% 顶尖科学家”、IEEE 电力电子学会“杰出审稿人”等荣誉；入选“江苏省双创人才”、“姑苏创新领军人才”和“苏州高新区创新领军人才”。
都进利	财务总监	硕士	1976	毕业于西北工业大学工商管理专业，硕士学历。中国注册会计师、税务师、国际注册内部审计师，持上海证券交易所科创板董事会秘书资格证书。1999 年 7 月至 2001 年 9 月，任郑州华夏医药保健品有限公司财务分析主管；2001 年 10 月至 2006 年 2 月，任河南瑞华会计师事务所有限公司审计项目经理；2006 年 2 月至 2008 年 9 月，任富士胶片光电(深圳)有限公司财务经理；2008 年 10 月至 2018 年 11 月，历任阿特斯阳光电力集团有限公司集团内审经理、内控经理、投资管理经理；2018 年 11 月至 2021 年 5 月 19 日，任固德威技术股份有限公司财务总监兼董事会秘书；2018 年 11 月至今，任固德威技术股份有限公司财务总监。
王银超	董事会秘书	本科	1986	毕业于西南交通大学经济专业，本科学历。取得资产评估师、咨询工程师(投资)职业资格，2021 年 5 月取得上海证券交易所科创板董事会秘书资格。2009 年 3 月至 2011 年 4 月，任天威新能源控股有限公司项目专员；2011 年 4 月至 2014 年 6 月，任山东高速四川产业发展有限公司投资项目经理；2014 年 6 月至 2021 年 1 月，历任通威股份有限公司投资项目经理、证券事务经理；2021 年 1 月加入固德威技术股份有限公司，2021 年 5 月 20 日至今，任固德威技术股份有限公司董事会秘书兼法务总监一职；2022 年 12 月至今，任南京小蓝执行董事。

姓名	职务	学历	出生年份	简介
徐南	并网产品线 总监	硕士	1983	毕业于电子科技大学检测技术与自动化装置专业，硕士学历。2008年7月至2011年11月，任山特电子(深圳)有限公司直流电源事业部硬件工程师；2011年11月起历任公司项目经理，产品开发部经理，并网产品线总监；2018年1月至今，任公司监事，并网产品线总监。 本科学历。2012年至2014年，任江苏固德威电源科技股份有限公司研发工程师一职；2014年至2016年期间，任卡乐电子(苏州)有限公司资深研发工程师；2016年至2017年期间，任锦浪科技股份有限公司研发经理一职；2017年至今，任固德威技术股份有限公司研发产品线总监，负责公司逆变器、电池等产品研发工作。长期从事电力电子方面开发工作，拥有授权发明专利7项，实用新型专利41项，曾获评苏州市科学技术奖、姑苏重点产业紧缺人才等。
向军	研发产品线 总监	本科	1987	毕业于上海交通大学模式识别与智能系统专业，研究生学历。2005年3月至2009年7月任山特电子(深圳)有限公司上海电力电子研究所高级软件工程师，项目经理；2009年7月至2011年2月任江苏艾索新能源股份有限公司技术中心经理；2011年3月至今，历任公司研发中心软件部经理，研发中心总监；2015年9月至2018年1月，任公司监事；2018年1月至今任公司董事；2022年1月至今任公司智慧能源事业部副总经理；2023年3月至今任中新旭德新能源(苏州)有限公司董事兼总经理。长期从事电力新能源相关产品的研究开发工作，自2011年3月起在公司从事技术研发和管理工作，曾被评为“苏州市姑苏重点产业紧缺人才”，参与的项目曾先后获得“苏州市科学技术奖三等奖”，江苏省科学技术奖二等奖，曾获得苏州市优秀人才奖等奖项。
卢进军	研发中心总 监	硕士	1980	

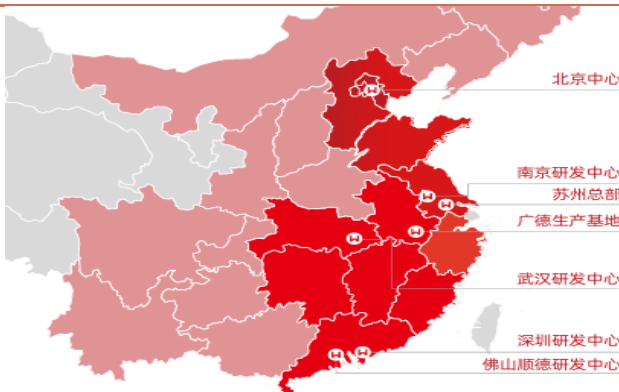
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司研发费用情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司研发及生产基地布局



资料来源：公司官网、招商证券

表 9：公司人力资源情况

	2020	2021	2022	2023	2024
专业构成					
综合管理人员	94	45	--	--	--
行政人员	79	161	312	223	258
销售人员	205	256	494	596	665
技术人员	280	615	906	1,126	1,332
财务人员	29	33	43	59	74
生产人员	811	928	1,196	1,065	965
其他专业	69	185	379	564	549

	2020	2021	2022	2023	2024
学历构成					
博士	--	--	5	6	6
硕士	88	178	262	355	419
本科生	434	868	1,216	1,555	1,762
专科生	274	421	545	667	709
高中及以下	771	756	1,302	1,050	947

资料来源：公司公告、招商证券

2、全球化布局，在多个市场表现亮眼

全球化布局完善。公司产品目前已经大规模销往全球多个国家和地区，构建了较为完善的营销服务体系。以洲为单位，在欧洲、澳洲、亚洲、美洲和非洲等主流市场建立了稳定的业务渠道，公司在韩国、德国、英国、澳洲、荷兰、美国、日本、西班牙、新加坡、波兰等地成立了子公司，以持续提升市场开拓、营销和服务的能力。

多个市场表现亮眼。作为国内最早进入国际市场的逆变器企业之一，公司已经在全球多个国家和地区积累了众多优质客户，形成了长期稳定的合作关系。在捷克市场市占率达到 50%；在澳大利亚与荷兰户用市场市占率达到 30%；在德国储能市场市占率 30%。

图 7：公司全球布局情况



资料来源：公司官网、招商证券

图 8：公司各市场市占率情况



资料来源：公司官网、招商证券

3、产品矩阵完善

公司产品矩阵完善。公司产品能够充分满足户用、工商业以及大型电站等不同场景的需求。组串式光伏并网逆变器涵盖 0.7kW~372kW 功率范围，全面满足各种类型光伏组件和电网并网要求。依托自主研发的新能源电源逆变、储能变换、能量管理等领域的相关技术，提供单机功率 3kW~200kW 的光伏储能逆变器，并提供微电网、工商业储能等系列解决方案。同时，通过整合固德威在智慧能源管理、能源互联方面的研发资源和技术能力，旗下固德热品牌（公司持股 70%）扎实布局热泵系统、结构、软硬件等方面的研发。

图 9：公司光储产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 10：固德热热泵产品



资料来源：公司官网、招商证券

4、将充分受益于澳洲与英国补贴

澳洲加码户储补贴。2025 年 12 月 13 日，澳大利亚政府宣布将在未来 4 年内把“Cheaper Home Batteries”的预算从 23 亿澳元增加至 72 亿澳元，预算增加将自 2026 年 5 月 1 日开始生效。自 7 月份澳洲补贴推出以来，澳洲已经成为 2025 年下半年表现最亮眼的户储市场。根据公司披露，公司在澳洲市占率达到 30%，此前补贴已经显著改善公司经营情况。此次澳洲将补贴规模扩大至原来三倍，对于户储行业是又一针强心剂。公司市场积累较深，有望显著受益。

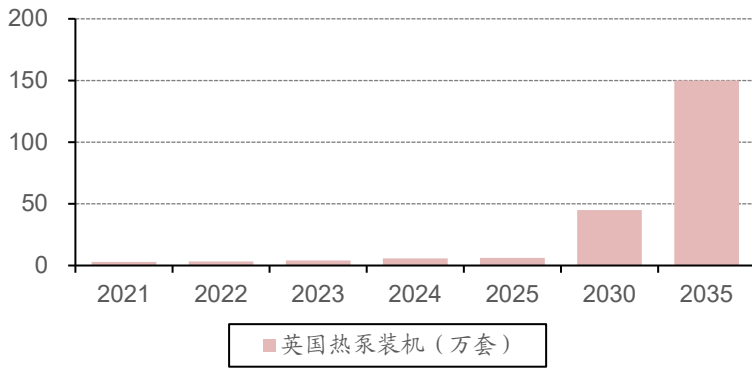
英国发布重磅户储、热泵补贴。英国政府近日宣布，启动 150 亿英镑的“温暖家园计划”（Warm Home Plan），帮助数百万家庭安装光伏、储能、热泵及隔热材料，从而降低能源费用。此次项目是英国史上最大规模的房屋升级计划。预计将为至多 500 万户家庭进行升级改造，并帮助 100 万户家庭在 2030 年前摆脱能源贫困，预计 150 亿补贴将撬动 380 亿英镑总投资。此次补贴规模大、力度强，预计将对公司户储及热泵行业带来较大刺激。

表 10：英国补贴分配

(亿英镑)	2025-26	2026-27	2027-28	2028-28	2029-30	合计
低收入房屋升级	4.62	9.6	10	10	10	44.22
热泵补贴	2.95	4	6	6.83	7.09	26.87
供暖网络建设	2.15	2.12	2.12	2.12	2.12	10.63
贷款基金						53
合计						150

资料来源：英国政府、招商证券

图 11: 英国热泵安装及目标



资料来源: MCS、英国政府、招商证券

5、盈利预测

公司 2023 年下半年开始, 公司户用光储业务受到欧洲去库影响, 盈利能力一直承压。

2025 年下半年开始, 受到澳洲户储补贴推动, 公司经营情况有所好转。Q3 单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 21.08、0.98、0.48 亿元, 同比提升 17%、201%、106%。Q3 单季度业绩创 2023 年 Q4 以来最高水平, 经营拐点已现。

2025 年底, 澳洲再度加码户储补贴, 补贴总规模提升至 72 亿澳元。同时, 2026 年英国推出大额户储及热泵补贴, 公司在澳洲户用市场市占率 30%, 在英国市场也有批量出货, 受益充分。预计公司储能逆变器及电池业务有望迎来较大好转。

综上, 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 81.35、110.04、127.6 亿元。预计公司归母净利润分别为 1.98、9.05、13.53 亿元

表 11: 盈利预测

百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
储能逆变器	营收	1566	462	1035	1914	2610
	yoy	-5%	-71%	124%	85%	36%
	毛利率	55.83%	49.72%	42.00%	40.00%	40.00%
储能电池	营收	869	473	1150	3600	4600
	yoy	39%	-46%	143%	213%	28%
	毛利率	24.96%	31.78%	30.00%	30.00%	30.00%
并网逆变器	营收	2861	2217	2660	2190	2450
	yoy	43%	-23%	20%	-18%	12%
	毛利率	29.43%	19.78%	20.00%	20.00%	20.00%
户用系统	营收	1654	3060	2790	2700	2400
	yoy	689%	85%	-9%	-3%	-11%
	毛利率	12.94%	14.11%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	营收	7353	6738	8135	11004	12760
	yoy	56%	-8%	21%	35%	16%
	毛利率	30.76%	20.95%	22.43%	25.58%	26.93%

资料来源: 招商证券

风险提示

1、政策推进不及预期

澳洲补贴政策是公司经营改善的重要原因与假设前提，若未来澳洲与英国补贴政策不及预期，可能会给公司经营带来负面影响。

2、行业竞争加剧

行业竞争加剧、厂商内卷，可能造成公司产品盈利能力大幅下滑，影响经营业绩。

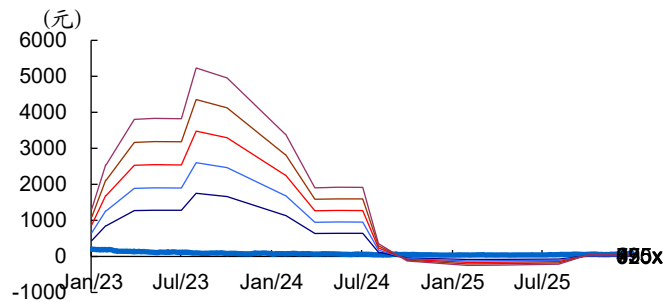
3、行业需求不及预期

若行业需求不及预期，可能对公司出货及收入产生负面影响。

4、贸易壁垒加剧

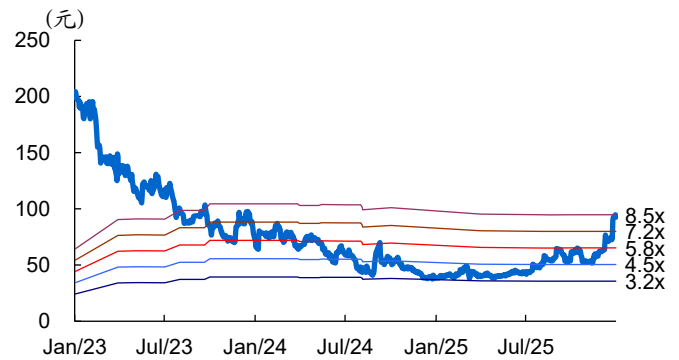
若海外贸易壁垒加剧，可能对公司产品出货造成负面影响。

图 12: 固德威历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13: 固德威历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5019	5269	5192	6928	8858
现金	1838	1073	791	1123	2201
交易性投资	0	15	15	15	15
应收票据	95	90	109	147	171
应收款项	671	857	1035	1400	1623
其它应收款	78	125	151	204	237
存货	1944	2638	2524	3276	3730
其他	392	470	566	762	881
非流动资产	2093	2683	2612	2550	2497
长期股权投资	32	33	33	33	33
固定资产	1045	1946	1899	1858	1822
无形资产商誉	123	146	131	118	106
其他	893	557	548	541	535
资产总计	7111	7952	7804	9478	11355
流动负债	3700	4461	4112	4892	5493
短期借款	45	1073	215	0	0
应付账款	2465	2077	2524	3276	3730
预收账款	229	345	409	531	605
其他	961	965	964	1085	1158
长期负债	351	578	578	578	578
长期借款	71	169	169	169	169
其他	280	409	409	409	409
负债合计	4051	5039	4690	5470	6070
股本	173	243	243	243	243
资本公积金	1012	909	909	909	909
留存收益	1798	1598	1796	2681	3944
少数股东权益	77	164	166	175	188
归属于母公司所有者权益	2983	2750	2948	3833	5096
负债及权益合计	7111	7952	7804	9478	11355

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1034	(793)	726	672	1296
净利润	866	(4)	200	914	1367
折旧摊销	118	162	271	262	254
财务费用	(104)	30	16	55	128
投资收益	2	(67)	(130)	(150)	(200)
营运资金变动	138	(767)	366	(420)	(259)
其它	14	(148)	3	10	6
投资活动现金流	(543)	(506)	(70)	(50)	0
资本支出	(565)	(495)	(200)	(200)	(200)
其他投资	23	(10)	130	150	200
筹资活动现金流	(213)	589	(938)	(290)	(218)
借款变动	(260)	656	(923)	(215)	0
普通股增加	50	70	0	0	0
资本公积增加	18	(103)	0	0	0
股利分配	(197)	(130)	0	(20)	(90)
其他	175	96	(16)	(55)	(128)
现金净增加额	278	(709)	(282)	332	1078

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7353	6738	8135	11004	12760
营业成本	5091	5326	6311	8189	9324
营业税金及附加	51	42	41	55	64
营业费用	493	536	569	605	702
管理费用	288	324	366	407	472
研发费用	470	551	610	660	574
财务费用	(124)	25	16	55	128
资产减值损失	(131)	(154)	(130)	(150)	(150)
公允价值变动收益	(0)	14	30	30	30
其他收益	58	77	60	70	120
投资收益	(4)	67	40	50	50
营业利润	1007	(63)	222	1032	1546
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	5	1	1	1
利润总额	1004	(67)	222	1032	1546
所得税	138	(63)	22	118	180
少数股东损益	14	58	2	9	14
归属于母公司净利润	852	(62)	198	905	1353

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	56%	-8%	21%	35%	16%
营业利润	45%	-106%	452%	365%	50%
归母净利润	31%	-107%	420%	357%	50%
获利能力					
毛利率	30.8%	21.0%	22.4%	25.6%	26.9%
净利率	11.6%	-0.9%	2.4%	8.2%	10.6%
ROE	32.5%	-2.2%	6.9%	26.7%	30.3%
ROIC	27.4%	-0.5%	5.4%	24.9%	30.6%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	63.4%	60.1%	57.7%	53.5%
净负债比率	2.0%	16.4%	4.9%	1.8%	1.5%
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.3	1.2
存货周转率	2.9	2.3	2.4	2.8	2.7
应收账款周转率	9.9	7.9	7.8	8.2	7.6
应付账款周转率	2.1	2.3	2.7	2.8	2.7
每股资料(元)					
EPS	3.51	-0.25	0.81	3.72	5.57
每股经营净现金	4.26	-3.26	2.99	2.76	5.33
每股净资产	12.28	11.32	12.13	15.78	20.97
每股股利	0.53	0.00	0.08	0.37	0.56
估值比率					
PE	26.4	-363.6	113.5	24.8	16.6
PB	7.5	8.2	7.6	5.9	4.4
EV/EBITDA	27.3	276.4	52.1	19.7	13.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。