

# 固德威 (688390.SH)

## 储能逆变器及电池收入高增，看好 26 年业绩弹性

**事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。**公司 2025 年实现营收 88.89 亿元，同比+31.93%；归母净利 1.35 亿元，同比-318.27%。其中，25Q4 单季营收 26.95 亿元，同比+50.18%；归母净利为 0.54 亿元，同比-176.34%。26Q1 公司实现营收 23.61 亿元，同比+25.42%，环比-12.41%；归母净利 1.01 亿元，同比大幅转正，环比+88.64%。

**储能逆变器及电池收入高增，大洋洲和欧洲贡献核心境外收入。**

- **分品类看**，2025 年公司储能逆变器收入 9.56 亿元，同增 107.07%；毛利率 47.01%，同比-2.71pct；储能电池收入 15.46 亿元，同增 226.95%，毛利率 26.26%，同比-5.52pct。公司逆变器及储能电池收入显著提升，主要系澳大利亚户储补贴政策落地及欧洲市场走出库存调整期。并网逆变器收入 25.61 亿元，同增 15.49%，主要系国内光伏抢装潮催化，毛利率 20.21%，同比+0.43pct；户用系统收入 31.09 亿元，同增 1.62%；毛利率 10.96%，同比-3.15pct；其他产品收入 6.34 亿元，同增 33.48%；毛利率 27.91%，同比-3.36pct。
- **分地区看**，2025 年公司境外收入 36.07 亿元，同增 80.45%，毛利率 32.85%，大洋洲和欧洲贡献核心境外收入。其中，大洋洲实现收入 12.44 亿元，占比境外收入 34.48%，毛利率 31.54%；欧洲实现收入 12.37 亿元，占比 34.28%，毛利率达 39.72%。亚洲、其他地区实现收入 5.76/3.20 亿元，占比境外收入 15.98%/8.86%，毛利率分别为 26.67%/23.45%。

**26Q1 毛利率同环比回升，全年盈利能力有望明显修复。**

- **毛利端**：25 年公司毛利率同比+0.56pct 至 21.51%；25Q4 毛利率 20.24%，同比+4.94pct，环比-5.98pct；26Q1 毛利率 26.33%，同比+6.92pct，环比+6.09pct。
- **费率端**：26Q1 公司销售/管理/研发/财务费率为 8.35%/4.13%/6.6%/3.58%，同比变动为 +1.29pct/-0.43pct/-0.77pct/+3.48pct。
- **净利率**：25 年公司净利率同比+16.81pct 至 16.76%；25Q4 净利率 1.72%，同比+5.1pct，环比-3.04pct；26Q1 净利率 4.19%，同比+4.76pct，环比+2.46pct。

**盈利预测及投资建议：**考虑到公司 26Q1 业绩已同比大幅转正，美伊冲突预计催化全球新能源转型加速，结合公司 2026 年股权激励业绩考核目标指引，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 8.27/11.60/15.37 亿元，同增 513.0%/40.3%/32.5%，维持“增持”评级。

**风险提示：**政策变化风险、原材料价格上涨风险、竞争格局恶化风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6,738	8,889	12,586	14,770	16,759
增长率 yoy (%)	-8.4	31.9	41.6	17.4	13.5
归母净利润 (百万元)	-62	135	827	1,160	1,537
增长率 yoy (%)	-107.3	318.3	513.0	40.3	32.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.25	0.56	3.40	4.77	6.32
净资产收益率 (%)	-2.2	4.9	23.3	24.6	24.6
P/E (倍)	—	194.9	31.8	22.7	17.1
P/B (倍)	9.6	9.6	7.4	5.6	4.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
04 月 30 日收盘价 (元)	108.20
总市值 (百万元)	26,299.33
总股本 (百万股)	243.06
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	12.03

#### 股价走势



#### 作者

**分析师 杨润思**  
执业证书编号：S0680520030005  
邮箱：yangrunsi@gszq.com

**分析师 杨凡仪**  
执业证书编号：S0680522070008  
邮箱：yangfanyi@gszq.com

#### 相关研究

- 《固德威 (688390.SH)：23Q1 单季业绩承压，期待全年并网放量及海外户储库存改善》 2024-05-14
- 《固德威 (688390.SH)：单季盈利能力短期承压，期待海外户储库存改善》 2023-11-02
- 《固德威 (688390.SH)：Q2 单台逆变器平均功率增长，期待海外户储库存改善》 2023-09-04

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5269	6751	9680	11993	14289
现金	1073	1465	2952	4550	6255
应收票据及应收账款	947	2155	2526	2555	2433
其他应收款	130	154	218	255	290
预付账款	66	78	108	125	141
存货	2638	2401	3177	3635	4127
其他流动资产	414	499	700	873	1043
<b>非流动资产</b>		2673	3454	4176	4886
长期投资	33	38	38	39	39
固定资产	1946	1875	2666	3426	4175
无形资产	112	111	121	132	123
其他非流动资产	591	650	629	580	549
<b>资产总计</b>	7952	9424	13135	16170	19174
<b>流动负债</b>	4461	6105	8576	10057	11136
短期借款	1073	1056	1471	1786	1786
应付票据及应付账款	2077	3954	5478	6356	7166
其他流动负债	1310	1096	1627	1915	2184
<b>非流动负债</b>	578	445	850	1225	1589
长期借款	169	129	494	848	1203
其他非流动负债	409	316	357	377	387
<b>负债合计</b>	5039	6549	9426	11282	12725
少数股东权益	164	138	152	171	196
股本	243	243	243	243	243
资本公积	919	912	920	920	920
留存收益	1597	1732	2545	3705	5241
归属母公司股东权益	2750	2737	3557	4717	6253
<b>负债和股东权益</b>	7952	9424	13135	16170	19174

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	-793	645	1746	2090	2534
净利润	-4	162	841	1179	1562
折旧摊销	185	200	261	292	302
财务费用	30	25	86	130	162
投资损失	-67	-44	-44	0	0
营运资金变动	-932	255	483	396	508
其他经营现金流	-7	47	119	93	0
<b>投资活动现金流</b>	-506	-85	-959	-1022	-1001
资本支出	-492	-126	-1036	-1036	-1016
长期投资	-22	34	-5	-5	-4
其他投资现金流	8	7	82	19	19
<b>筹资活动现金流</b>	589	-311	714	530	173
短期借款	1028	-17	415	315	0
长期借款	97	-40	365	355	355
普通股增加	70	0	0	0	0
资本公积增加	-93	-7	7	0	0
其他筹资现金流	-513	-247	-74	-140	-182
<b>现金净增加额</b>	-704	264	1487	1598	1705

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	6738	8889	12586	14770	16759
营业成本	5326	6977	9667	11217	12645
营业税金及附加	42	55	78	91	103
营业费用	536	695	796	919	1026
管理费用	324	373	339	383	418
研发费用	551	614	718	828	922
财务费用	25	22	42	41	25
资产减值损失	-122	-80	-160	-93	0
其他收益	77	69	144	169	192
公允价值变动收益	14	12	0	0	0
投资净收益	67	44	44	0	0
资产处置收益	-3	1	2	2	2
<b>营业利润</b>	-63	107	976	1369	1812
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	-67	105	974	1366	1810
所得税	-63	-58	133	187	248
<b>净利润</b>	-4	162	841	1179	1562
少数股东损益	58	28	14	19	25
<b>归属母公司净利润</b>	-62	135	827	1160	1537
EBITDA	89	278	1277	1699	2137
EPS (元/股)	-0.25	0.56	3.40	4.77	6.32

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.4	31.9	41.6	17.4	13.5
营业利润(%)	-106.3	269.9	812.9	40.2	32.4
归属母公司净利润(%)	-107.3	318.3	513.0	40.3	32.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.0	21.5	23.2	24.1	24.5
净利率(%)	-0.9	1.5	6.6	7.9	9.2
ROE(%)	-2.2	4.9	23.3	24.6	24.6
ROIC(%)	-0.1	3.0	15.3	16.0	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.4	69.5	71.8	69.8	66.4
净负债比率(%)	8.8	-8.3	-24.7	-37.3	-49.1
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9
应收账款周转率	8.8	6.3	6.0	6.6	7.8
应付账款周转率	4.8	4.0	3.7	3.4	3.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.25	0.56	3.40	4.77	6.32
每股经营现金流(最新摊薄)	-3.26	2.65	7.18	8.60	10.43
每股净资产(最新摊薄)	11.31	11.26	14.63	19.41	25.73
<b>估值比率</b>					
P/E	—	194.9	31.8	22.7	17.1
P/B	9.6	9.6	7.4	5.6	4.2
EV/EBITDA	114.7	53.4	19.9	14.4	10.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com