

## 海外缺电带动户储工商储起量，澳洲、欧洲、东南亚多地需求旺盛

### 核心观点

公司25年业绩明显修复，26Q1盈利能力继续改善，毛利率提升至26.33%，显示经营改善已开始体现。Q1表现略低预期，主要受部分海外发货收入确认递延、汇兑损益及电芯涨价传导尚未完全体现等因素扰动，但从订单、区域需求和新品结构看，二季度起收入和盈利均有望继续修复。后续来看，欧洲需求持续修复、澳洲市场表现强劲，海外仍是储能盈利的核心来源；工商储在高电价场景下经济性已逐步体现，销量增长较快，叠加电池包扩产和产品结构优化，后续有望成为重要增量方向。

### 事件

公司发布2025年年报，实现营收/归母净利润/扣非归母净利润88.89/1.35/0.35亿元，同比+31.93%/扭亏/扭亏。公司发布2026年一季报，实现营收/归母净利润/扣非归母净利润23.61/1.01/0.97亿元，同比+25.42%/扭亏/扭亏。

### 简评

#### 收入恢复增长，2025年利润明显修复

2025年公司实现营业收入88.89亿元，同比+31.93%，业绩修复主要受国内光伏抢装、澳大利亚户储补贴政策落地以及欧洲市场逐步走出库存调整期带动。利润端看，全年实现归母净利润1.35亿元、扣非归母净利润0.35亿元，较2024年明显扭亏。进入2026Q1，公司实现归母净利润1.01亿元，盈利能力同环比均继续改善。Q1表现业绩略低于预期，主要受3月海外发货较多、部分收入确认递延，以及汇兑损益和电芯涨价传导尚未完全体现等因素扰动，二季度收入盈利有望继续修复。

#### 储能电池和储能逆变器增长较快，主要来自海外

从产品结构看，2025年户用系统收入31.09亿元，同比+1.62%，仍为公司最大收入来源；并网逆变器收入25.61亿元，同比+15.49%；储能电池收入15.46亿元，同比+226.95%；光伏储能逆变器收入9.56亿元，同比+107.07%。其中，储能电池和光伏储能逆变器是全年最主要的增量来源。毛利率方面，户用系统/并网逆变器/储能电池/光伏储能逆变器分别为10.96%/20.21%/26.26%/47.01%，储能逆变器盈利能力最强，储能电池次之，户用系统毛利率相对较低。

#### 海外增长更快、毛利率更高，是利润修复的核心来源

2025年公司境内收入51.99亿元，同比+10.91%，毛利率13.57%；境外收入36.07亿元，同比+80.45%，毛利率32.85%。

## 固德威(688390.SH)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC编号:S1440521100008

SFC编号:BTM546

雷云泽

leiyunze@csc.com.cn

SAC编号:S1440523110002

发布日期：2026年05月10日

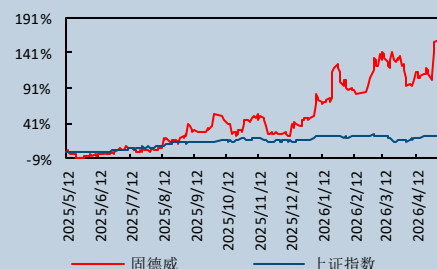
当前股价：107.14元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
28.76/21.31	34.19/31.38	163.24/138.19	110.44/38.38
12月最高/最低价(元)			
总股本(万股)			24,306.22
流通A股(万股)			24,306.22
总市值(亿元)			260.42
流通市值(亿元)			260.42
近3月日均成交量(万)			1169.24
主要股东			
黄敏			30.76%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 25.05.27 【中信建投电力设备及新能源】固德威(688390):储能逆变器出货逐步恢复，关注工商储边际弹性
- 24.12.02 【中信建投电力设备及新能源】固德威(688390):三季度毛利率环比改善，关注欧洲需求及公司工商储产品放量进展

可以看到，海外不仅收入增速显著快于国内，盈利能力也明显更强，已成为公司利润修复的主要来源。年报披露，2025年海外增长主要受欧洲库存调整结束以及澳洲户储需求恢复带动。区域结构改善叠加储能相关产品收入占比提升，共同推动公司整体经营修复。

### 产品矩阵持续完善，工商业储能有望成为后续增量

公司持续推进多元产品矩阵建设，2025年户用储能系统及产品、并网逆变器保持增长，工商业储能系统在高电价下已具备较好收益，成为最主要的新增量方向之一。与此同时，公司研发投入持续加大，2025年研发费用达6.14亿元，同比增长11.32%。后续随着工商业储能产品进一步放量、欧洲需求修复延续及澳洲市场保持增长，预计公司后续业绩将持续释放。

### 投资建议&盈利预测：

预计公司2026-2028年归母净利润分别为8.4、12.3、14.8亿元，估值31、21、18倍。

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,737.86	8,889.19	12,097.53	14,500.00	17,254.00
YoY(%)	-8.36	31.93	36.09	19.86	18.99
净利润(百万元)	-61.81	134.91	840.41	1,226.58	1,482.68
YoY(%)	-107.25	318.27	522.93	45.95	20.88
毛利率(%)	20.95	21.51	27.99	29.36	28.51
销售净利率(%)	-0.92	1.52	6.95	8.46	8.59
ROE(%)	-2.25	4.93	23.78	26.10	24.28
EPS(摊薄/元)	-0.25	0.56	3.46	5.05	6.10
P/E(倍)	-421.32	193.03	30.99	21.23	17.56
P/B(倍)	9.47	9.52	7.37	5.54	4.26

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 风险分析

1) **需求方面**：国内储能装机增速不及预期，新能源投资增速下降；海外储能需求不及预期，海外碳中和进度放缓。

2) **供给方面**：IGBT等电力电子器件供给紧张，国产化进度不及预期；铜、铝、钢等金属原材料价格和加工费用上涨。

3) **政策方面**：储能相关扶持政策不及预期；容量电价补偿标准低于预期；电力现货市场推进进度不及预期；电力峰谷价差不及预期。

4) **国际形势方面**：国际贸易壁垒加深，出口受阻；本地化生产要求提高，成本上升；国际冲突导致海运费用上涨、交期延长。

5) **市场方面**：竞争加剧导致储能电池、集成商、PCS厂商毛利率、盈利能力低于预期；公司市场竞争策略失误。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>5,269.01</b>	<b>6,750.73</b>	<b>7,876.88</b>	<b>10,504.28</b>	<b>13,732.27</b>
现金	1,073.37	1,464.54	1,406.64	2,834.89	4,551.40
应收票据及应收账款	1,089.33	2,319.56	2,159.55	2,588.42	3,080.04
其他应收款	129.62	153.68	198.04	237.37	282.46
预付账款	66.46	77.77	145.39	174.26	207.36
存货	2,637.84	2,400.90	3,546.09	4,169.56	5,021.14
其他流动资产	272.39	334.29	421.18	499.78	589.88
<b>非流动资产</b>	<b>2,682.96</b>	<b>2,673.37</b>	<b>2,258.13</b>	<b>1,842.46</b>	<b>1,444.80</b>
长期投资	33.39	37.91	39.48	41.05	42.62
固定资产	1,988.41	1,905.70	1,534.93	1,163.74	792.10
无形资产	111.62	110.65	85.82	60.99	36.16
其他非流动资产	549.53	619.12	597.90	576.69	573.91
<b>资产总计</b>	<b>7,951.97</b>	<b>9,424.10</b>	<b>10,135.02</b>	<b>12,346.74</b>	<b>15,177.07</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,460.78</b>	<b>6,104.90</b>	<b>6,056.63</b>	<b>7,129.47</b>	<b>8,566.17</b>
短期借款	1,073.13	1,055.74	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,077.45	3,953.54	4,184.21	4,919.87	5,924.69
其他流动负债	1,310.20	1,095.62	1,872.43	2,209.60	2,641.48
<b>非流动负债</b>	<b>577.75</b>	<b>444.56</b>	<b>388.79</b>	<b>338.24</b>	<b>294.10</b>
长期借款	193.22	147.44	91.67	41.12	-3.03
其他非流动负债	384.53	297.12	297.12	297.12	297.12
<b>负债合计</b>	<b>5,038.53</b>	<b>6,549.47</b>	<b>6,445.42</b>	<b>7,467.71</b>	<b>8,860.26</b>
少数股东权益	163.59	137.99	155.14	180.17	210.43
股本	242.59	243.00	243.00	243.00	243.00
资本公积	919.43	912.31	912.31	912.31	912.31
留存收益	1,587.83	1,581.34	2,379.15	3,543.55	4,951.07
归属母公司股东权益	2,749.85	2,736.65	3,534.46	4,698.86	6,106.38
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,951.97</b>	<b>9,424.10</b>	<b>10,135.02</b>	<b>12,346.74</b>	<b>15,177.07</b>

### 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>	<b>-769.66</b>	<b>662.17</b>	<b>1,104.25</b>	<b>1,521.08</b>	<b>1,808.12</b>
净利润	-3.53	162.44	857.56	1,251.62	1,512.94
折旧摊销	208.48	217.13	416.81	417.24	399.23
财务费用	25.07	21.62	23.74	-4.20	-12.00
投资损失	-66.68	-44.03	-35.71	-35.71	-35.71
营运资金变动	-955.64	257.06	-176.59	-126.30	-74.78
其他经营现金流	22.65	47.95	18.44	18.44	18.44
<b>投资活动现金流</b>	<b>-505.53</b>	<b>-84.58</b>	<b>15.69</b>	<b>15.69</b>	<b>15.69</b>
资本支出	373.43	213.66	0.00	0.00	0.00
长期投资	-22.28	33.75	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-856.68	-331.99	15.69	15.69	15.69
<b>筹资活动现金流</b>	<b>589.27</b>	<b>-310.80</b>	<b>-1,177.86</b>	<b>-108.52</b>	<b>-107.31</b>
短期借款	1,028.24	-17.39	-1,055.74	0.00	0.00
长期借款	105.06	-45.78	-55.78	-50.55	-44.15
其他筹资现金流	-544.02	-247.63	-66.34	-57.98	-63.16
<b>现金净增加额</b>	<b>-680.46</b>	<b>281.96</b>	<b>-57.91</b>	<b>1,428.26</b>	<b>1,716.51</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>6,737.86</b>	<b>8,889.19</b>	<b>12,097.53</b>	<b>14,500.00</b>	<b>17,254.00</b>
营业成本	5,326.26	6,976.81	8,711.38	10,243.00	12,335.00
营业税金及附加	41.85	54.86	60.49	72.50	86.27
销售费用	535.55	695.50	919.41	1,087.50	1,242.29
管理费用	324.10	372.89	498.42	580.00	655.65
研发费用	551.30	613.70	798.44	942.50	1,052.49
财务费用	25.07	21.62	23.74	-4.20	-12.00
资产减值损失	-121.68	-80.18	-72.59	-72.50	-69.02
信用减值损失	-29.50	-92.81	-70.83	-84.89	-86.27
其他收益	77.03	69.28	68.20	68.20	68.20
公允价值变动收益	13.92	11.56	0.00	0.00	0.00
投资净收益	66.68	44.03	35.71	35.71	35.71
资产处置收益	-3.16	1.26	-0.64	-0.64	-0.64
<b>营业利润</b>	<b>-62.96</b>	<b>106.97</b>	<b>1,045.51</b>	<b>1,524.58</b>	<b>1,842.28</b>
营业外收入	1.19	1.08	0.81	0.81	0.81
营业外支出	5.00	3.37	3.76	3.76	3.76
利润总额	-66.76	104.68	1,042.56	1,521.63	1,839.33
所得税	-63.23	-57.76	185.00	270.01	326.39
<b>净利润</b>	<b>-3.53</b>	<b>162.44</b>	<b>857.56</b>	<b>1,251.62</b>	<b>1,512.94</b>
少数股东损益	58.28	27.53	17.15	25.03	30.26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-61.81</b>	<b>134.91</b>	<b>840.41</b>	<b>1,226.58</b>	<b>1,482.68</b>
EBITDA	166.78	343.43	1,483.11	1,934.67	2,226.56
EPS (元)	-0.25	0.56	3.46	5.05	6.10

### 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(%)	-8.36	31.93	36.09	19.86	18.99
营业利润(%)	-106.25	269.90	877.43	45.82	20.84
归属于母公司净利润	-107.25	318.27	522.93	45.95	20.88
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.95	21.51	27.99	29.36	28.51
销售净利率(%)	-0.92	1.52	6.95	8.46	8.59
ROE(%)	-2.25	4.93	23.78	26.10	24.28
ROIC(%)	-0.49	1.15	26.88	37.26	45.52
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.36	69.50	63.60	60.48	58.38
净负债比率(%)	6.62	-9.09	-35.64	-57.26	-72.10
流动比率	1.18	1.11	1.30	1.47	1.60
速动比率	0.52	0.65	0.63	0.80	0.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.94	1.19	1.17	1.14
应收账款周转率	6.74	4.19	6.16	6.16	6.16
应付账款周转率	4.29	3.16	4.04	4.04	4.04
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.25	0.56	3.46	5.05	6.10
每股经营现金流(最新)	-3.17	2.72	4.54	6.26	7.44
每股净资产(最新摊薄)	11.31	11.26	14.54	19.33	25.12
<b>估值比率</b>					
P/E	-421.32	193.03	30.99	21.23	17.56
P/B	9.47	9.52	7.37	5.54	4.26
EV/EBITDA	64.20	45.53	17.44	12.74	10.42

## 分析师介绍

### 朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021年加入中信建投证券研究发展部，8年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在2019至2022年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

### 雷云泽

中信建投证券电力设备及新能源研究员，清华大学大学电气工程硕士，研究方向为储能、电力设备。2022年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：(8610) 56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk