

## 固德威（688390）

### 2026 年三季报点评：Q3 出货略有下滑，毛利率下降+费用刚性致短期盈利承压

买入（维持）

| 盈利预测与估值       | 2024A    | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E    |
|---------------|----------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入（百万元）    | 6,738    | 8,889  | 13,224 | 16,761 | 19,554   |
| 同比（%）         | (8.36)   | 31.93  | 48.76  | 26.75  | 16.66    |
| 归母净利润（百万元）    | (61.81)  | 134.91 | 532.80 | 807.60 | 1,083.82 |
| 同比（%）         | (107.25) | 318.27 | 294.92 | 51.58  | 34.20    |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (0.25)   | 0.55   | 2.19   | 3.32   | 4.46     |
| P/E（现价&最新摊薄）  | (172.67) | 79.11  | 20.03  | 13.22  | 9.85     |

#### 投资要点

- **公司发布 2026 年三季报：**公司 26Q1-3 实现公司营收 95 亿元，同比+53%，实现归母净利润 4.3 亿元，同增 431%，其中 26Q3 实现营收 32.5 亿元，同环比+54%/-16%，实现归母净利润 1.45 亿元，同环比+48%/-22%。
- **欧澳休假+东南亚雨季致 Q3 增长放缓、电池包毛利率环比有所下滑：**公司储能逆变器 Q1-3 出货约 31 万台，其中 Q3 出货约 13 万台，环比基本持平，主要系欧澳等休假叠加东南亚雨季影响，需求增长有所放缓。储能电池 26Q1-3 出货约 3.5GWh，其中 26Q3 出货约 1.2gwh，环降 20-30%，主要系澳洲需求略有放缓，Q3 公司整体毛利率约 20%，环比下滑 4-5pct，后续有望随产品迭代+原材料价格下行+协商传导出口退税影响进而推动毛利率修复。展望 Q4，我们预计出货环比持平，全年储能出货 40-50 万台，同比翻 2-3 倍增长，电池出货约 5gwh，同比翻 3 倍增长。工商储及大储业务逐步起量，我们预计 26 年工商储营收翻 4-5 倍增长，大储中标数个 AIDC 数据中心大储项目，27 年工商储有望保持高增，大储开始逐步放量推动新成长。
- **并网及户用出货环比略有下滑：**公司并网逆变器 Q3 出货 13 万台，环降 25-30%，我们预计全年出货 60-70 万台，同比略降。户用系统 26Q3 销售约 0.14gw，环降约 10%，我们预计全年销量同比下滑 40-50%。
- **费用刚性增加下期间费率环比上行、现金流有所改善：**公司 26Q3 期间费用 6.3 亿元，同环比 34%/-4%，期间费率约 19.5%，同环比-2.9/+2.6pct，环增主要系费用较为刚性+营收下滑所致。26Q3 末公司存货 53 亿元，较年初增长 122%，主要客户已下订单但未提货的产成品增加较多，26Q3 公司经营性净现金流 6.2 亿元，同环比+5459%/+166%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 Q3 出货放缓、电池包毛利率下滑及费用刚性影响，我们下调 26-28 年归母净利润预期至 5.3/8.1/10.8 亿元（原预期 9/12/15 亿元），同比+295%/+52%/+34%，对应 PE 为 20/13/10 倍，考虑储能产品迭代有望推动毛利率修复、工商储及大储业务逐步放量，给予 27 年 20xPE，目标价 66 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动、需求不及预期。

2026 年 10 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

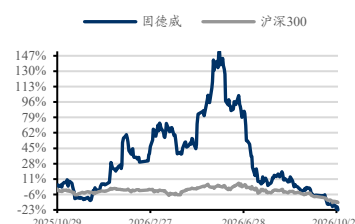
guoyn@dwzq.com.cn

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)        | 45.61        |
| 一年最低/最高价      | 45.28/159.97 |
| 市净率(倍)        | 3.43         |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,088.85    |
| 总市值(百万元)      | 11,088.85    |

#### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 13.30  |
| 资产负债率(%，LF) | 76.96  |
| 总股本(百万股)    | 243.12 |
| 流通 A 股(百万股) | 243.12 |

#### 相关研究

《固德威(688390)：2026 年半年报点评：收入符合预期，物料及汇兑影响盈利能力》

2026-08-30

《固德威(688390)：25 年报及 26 年一季报点评：汇兑及确收节奏影响 Q1 业绩，Q2 环比有望翻倍，全年持续高增》

2026-05-10

固德威三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |              |               |               |               | 利润表(百万元)        |              |               |               |               |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2025A        | 2026E         | 2027E         | 2028E         |                 | 2025A        | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>6,751</b> | <b>11,838</b> | <b>14,114</b> | <b>17,686</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>8,889</b> | <b>13,224</b> | <b>16,761</b> | <b>19,554</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,490        | 3,572         | 4,858         | 7,724         | 营业成本(含金融类)      | 6,977        | 10,058        | 12,874        | 15,042        |
| 经营性应收款项          | 2,256        | 3,222         | 4,102         | 4,772         | 税金及附加           | 55           | 66            | 84            | 98            |
| 存货               | 2,401        | 4,151         | 4,197         | 4,071         | 销售费用            | 695          | 873           | 1,056         | 1,212         |
| 合同资产             | 142          | 221           | 274           | 323           | 管理费用            | 373          | 463           | 553           | 606           |
| 其他流动资产           | 463          | 671           | 683           | 795           | 研发费用            | 614          | 714           | 838           | 958           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,673</b> | <b>2,689</b>  | <b>2,650</b>  | <b>2,607</b>  | 财务费用            | 22           | 365           | 288           | 228           |
| 长期股权投资           | 38           | 41            | 45            | 48            | 加:其他收益          | 69           | 26            | 34            | 39            |
| 固定资产及使用权资产       | 1,906        | 1,917         | 1,859         | 1,814         | 投资净收益           | 44           | 26            | 34            | 39            |
| 在建工程             | 17           | 17            | 17            | 17            | 公允价值变动          | 12           | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 111          | 109           | 108           | 106           | 减值损失            | (173)        | (140)         | (145)         | (170)         |
| 商誉               | 34           | 34            | 34            | 34            | 资产处置收益          | 1            | 1             | 2             | 2             |
| 长期待摊费用           | 37           | 39            | 36            | 36            | <b>营业利润</b>     | <b>107</b>   | <b>599</b>    | <b>992</b>    | <b>1,319</b>  |
| 其他非流动资产          | 532          | 532           | 552           | 552           | 营业外净收支          | (2)          | (2)           | (2)           | (2)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>9,424</b> | <b>14,527</b> | <b>16,765</b> | <b>20,293</b> | <b>利润总额</b>     | <b>105</b>   | <b>597</b>    | <b>990</b>    | <b>1,317</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>6,105</b> | <b>10,196</b> | <b>11,657</b> | <b>14,131</b> | 减:所得税           | (58)         | (30)          | 148           | 198           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,079        | 1,229         | 1,379         | 1,529         | <b>净利润</b>      | <b>162</b>   | <b>627</b>    | <b>841</b>    | <b>1,120</b>  |
| 经营性应付款项          | 3,954        | 7,441         | 8,409         | 10,476        | 减:少数股东损益        | 28           | 94            | 34            | 36            |
| 合同负债             | 255          | 510           | 562           | 710           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>135</b>   | <b>533</b>    | <b>808</b>    | <b>1,084</b>  |
| 其他流动负债           | 817          | 1,015         | 1,307         | 1,415         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.55         | 2.19          | 3.32          | 4.46          |
| <b>非流动负债</b>     | <b>445</b>   | <b>895</b>    | <b>895</b>    | <b>895</b>    | EBIT            | 79           | 1,050         | 1,356         | 1,637         |
| 长期借款             | 129          | 579           | 579           | 579           | EBITDA          | 278          | 1,252         | 1,550         | 1,853         |
| 应付债券             | 0            | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 21.51        | 23.94         | 23.19         | 23.07         |
| 租赁负债             | 18           | 18            | 18            | 18            | 归母净利率(%)        | 1.52         | 4.03          | 4.82          | 5.54          |
| 其他非流动负债          | 297          | 297           | 297           | 297           | 收入增长率(%)        | 31.93        | 48.76         | 26.75         | 16.66         |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,549</b> | <b>11,090</b> | <b>12,552</b> | <b>15,025</b> | 归母净利润增长率(%)     | 318.27       | 294.92        | 51.58         | 34.20         |
| 归属母公司股东权益        | 2,737        | 3,205         | 3,947         | 4,966         |                 |              |               |               |               |
| 少数股东权益           | 138          | 232           | 266           | 301           |                 |              |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,875</b> | <b>3,437</b>  | <b>4,213</b>  | <b>5,268</b>  |                 |              |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>9,424</b> | <b>14,527</b> | <b>16,765</b> | <b>20,293</b> |                 |              |               |               |               |

| 现金流量表(百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |                | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流    | 645   | 1,787 | 1,396 | 2,993 | 每股净资产(元)       | 11.26 | 13.19 | 16.24 | 20.44 |
| 投资活动现金流    | (85)  | (192) | (122) | (133) | 最新发行在外股份(百万股)  | 243   | 243   | 243   | 243   |
| 筹资活动现金流    | (311) | 551   | 77    | 71    | ROIC(%)        | 2.92  | 23.54 | 20.13 | 20.49 |
| 现金净增加额     | 264   | 2,082 | 1,286 | 2,866 | ROE-摊薄(%)      | 4.93  | 16.63 | 20.46 | 21.82 |
| 折旧和摊销      | 200   | 202   | 193   | 215   | 资产负债率(%)       | 69.50 | 76.34 | 74.87 | 74.04 |
| 资本开支       | (126) | (213) | (154) | (169) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 79.11 | 20.03 | 13.22 | 9.85  |
| 营运资本变动     | 255   | 786   | 176   | 1,448 | P/B(现价)        | 3.90  | 3.33  | 2.70  | 2.15  |

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>