

固德威（688390）

2023 年三季报点评：Q3 出货及盈利承压，Q4 有望改善

买入（维持）

2023 年 10 月 28 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 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,710	8,402	14,210	19,742
同比	76%	78%	69%	39%
归属母公司净利润（百万元）	649	1,148	1,619	2,138
同比	132%	77%	41%	32%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	3.76	6.64	9.36	12.37
P/E（现价&最新股本摊薄）	32.61	18.45	13.08	9.90

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，2023Q1-3 营收 56.5 亿元，同增 93.80%；归母净利 8.93 亿元，同增 224.49%；扣非净利 8.85 亿元，同增 235.29%。其中 2023Q3 营收 18.36 亿元，同环比+25%/-12%；归母净利 1.52 亿元，同环比-31%/62%；扣非净利 1.42 亿元，同环比-34%/65%，业绩不及预期。
- **2023Q3 并网出货环降约 20%、单机功率随工商业及地面占比提升持续上行。**公司 2023Q1-3 并网出货 41.8 万台，其中 2023Q3 实现营收约 7.4 亿元，出货 11.82 万台，出货环降约 20%，随工商业及地面出货提升，单台功率由 2023Q2 25kw 升至 2023Q3 32kw，带动单台价格升至 6260 元，环增 14%。毛利率基本维持稳定，我们预计 2023 全年出货 55-60 万台。
- **库存压力下储能出货环降 54%、2023Q4 预计有所改善。**公司 2023Q1-3 储能逆变器出货 14.5 万台，其中 2023Q3 实现营收 3 亿元，出货约 2.6 万台，出货环降 54%，单台功率环比持续提升带动单台价格升至约 1.16 万元，环增 16%。储能电池 2023Q3 实现营收 1.3 亿元，出货 57MWh，环降约 50%。毛利率环比基本持平，2023Q3 高库存压力下为出货最差季，2023Q4 预计随库存逐步去化有所改善，2024Q1 预计库存恢复正常水平，我们预计 2023 全年储能逆变器出 18-20 万台，储能电池实现营收约 10 亿元。
- **新业务逐步放量、2024 年持续高增。**户用系统 2023Q3 实现营收 5.3 亿元，环增 40%，公司预计 2023 全年开发量达 1GW，但报表端确收或存在一定滞后；光电建材领域公司预计 2023 全年实现营收 2-3 亿元，2024 年预计翻倍以上增长。
- **汇兑损失致期间费率环增明显。**2023Q3 公司期间费用率为 18.54%，同环比增 2.71/9.56pct，主要系汇兑损失导致财务费率增加所致，2023Q3 财务费率为 1.21%，环增 6.72pct；2023Q3 公司经营性现金流 3.39 亿元，较去年同期减少 0.6 亿元，2023Q3 末存货/合同负债分别为 17.29/3.47 亿元，同增 11.84%/30.71%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑欧洲库存压力，我们下调 2023-2025 年盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 11.5/16.2/21.4 亿元（2023-2025 年前值为 16.3/24.7/33.5 亿元），同增 77%/41%/32%，随 2024 年储能下游需求好转，公司出货恢复增长，工商储逐步放量，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 187 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期，汇率变动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	122.45
一年最低/最高价	115.31/414.88
市净率(倍)	7.04
流通 A 股市值(百万元)	21,170.08
总市值(百万元)	21,170.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.39
资产负债率(%，LF)	57.66
总股本(百万股)	172.89
流通 A 股(百万股)	172.89

相关研究

《固德威(688390)：2023H1 点评：功率上行带动盈利提升，新业务逐步贡献增量》

2023-08-30

《固德威(688390)：2022 年年报&2023 年一季报点评：储能高歌猛进，新产品逐步拓展！》

2023-04-27

固德威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,250	8,094	14,228	20,704	营业总收入	4,710	8,402	14,210	19,742
货币资金及交易性金融资产	1,657	1,835	3,464	5,074	营业成本(含金融类)	3,182	5,817	10,335	14,650
经营性应收款项	804	3,127	5,218	7,762	税金及附加	13	50	85	118
存货	1,579	2,801	5,048	7,209	销售费用	339	462	710	948
合同资产	7	12	21	29	管理费用	197	286	426	553
其他流动资产	204	318	477	629	研发费用	348	496	753	1,027
非流动资产	1,549	1,678	1,824	1,951	财务费用	(95)	(123)	(22)	(40)
长期股权投资	40	46	48	52	加:其他收益	23	34	45	49
固定资产及使用权资产	937	1,006	1,074	1,142	投资净收益	13	(8)	14	23
在建工程	153	196	239	282	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	73	70	68	65	减值损失	(64)	(110)	(105)	(85)
商誉	9	9	9	9	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	27	39	54	67	营业利润	695	1,330	1,875	2,474
其他非流动资产	309	311	333	335	营业外净收支	(5)	(2)	(3)	(2)
资产总计	5,799	9,772	16,052	22,655	利润总额	690	1,328	1,872	2,471
流动负债	3,290	6,069	10,682	15,096	减:所得税	54	173	243	321
短期借款及一年内到期的非流动负债	76	226	376	526	净利润	636	1,156	1,628	2,150
经营性应付款项	2,442	4,465	7,934	11,246	减:少数股东损益	(13)	8	10	12
合同负债	321	587	1,044	1,479	归属母公司净利润	649	1,148	1,619	2,138
其他流动负债	450	790	1,329	1,845	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.76	6.64	9.36	12.37
非流动负债	228	228	228	228	EBIT	600	1,292	1,899	2,447
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	682	1,413	2,039	2,607
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.46	30.77	27.27	25.79
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	13.78	13.66	11.39	10.83
其他非流动负债	207	207	207	207	收入增长率(%)	75.88	78.38	69.12	38.93
负债合计	3,518	6,297	10,910	15,324	归母净利润增长率(%)	132.27	76.75	41.04	32.09
归属母公司股东权益	2,257	3,444	5,101	7,277					
少数股东权益	24	32	41	53					
所有者权益合计	2,281	3,475	5,142	7,331					
负债和股东权益	5,799	9,772	16,052	22,655					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	874	255	1,725	1,705	每股净资产(元)	18.32	27.95	41.40	59.07
投资活动现金流	(503)	(260)	(275)	(267)	最新发行在外股份(百万股)	173	173	173	173
筹资活动现金流	(52)	145	140	134	ROIC(%)	27.16	36.84	35.69	31.73
现金净增加额	380	179	1,628	1,611	ROE-摊薄(%)	28.76	33.33	31.73	29.38
折旧和摊销	82	121	140	161	资产负债率(%)	60.66	64.44	67.97	67.64
资本开支	(486)	(232)	(271)	(270)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.61	18.45	13.08	9.90
营运资本变动	176	(1,372)	(527)	(1,050)	P/B (现价)	6.68	4.38	2.96	2.07

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）），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>