

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

22Q4 业绩增长超预期，并网、储能逆变器有望齐发力

——固德威(688390)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

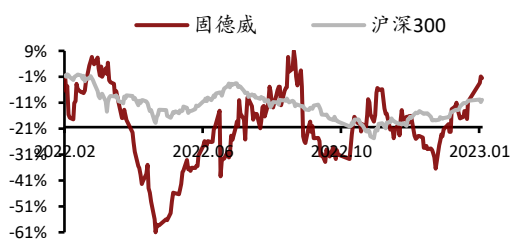
市场数据(2023-02-01)

收盘价(元)	403.60
一年内最高/最低(元)	446.57/160.74
沪深 300 指数	4,195.93
市净率(倍)	26.68
流通市值(亿元)	325.86

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	15.13
每股经营现金流(元)	2.96
毛利率(%)	30.98
净资产收益率_摊薄(%)	14.76
资产负债率(%)	61.28
总股本/流通股(万股)	12,320.00/8,073.80
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

《固德威(688390)中报点评：成本上涨拖累毛利率，户用和储能逆变器持续增长可期》

2021-08-27

联系人：马崧琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

事件：

公司发布 2022 年业绩预增公告。公司预计 2022 年归属于母公司所有者的净利润 5.9-7.07 亿元，同比增长 111.06%-152.92%。公司扣非后归母净利润 5.67-6.8 亿元，同比增长 131.68%-177.85%。

点评：

- **物料短缺和疫情影响消退，2022Q4 业绩显著好转。**按照业绩预告测算，2022 年第四季度公司实现归母净利润 3.15 亿元-4.32 亿元，同比增长 392.19%-575%。公司四季度业绩延续三季度以来的大幅增长态势。公司业绩取得大幅增长，主要受分布式储能在欧洲市场爆发式增长，公司储能逆变器及储能电池销量提升影响。另外，2022 年下半年，随着疫情的好转，公司的供应链管理得到优化，物料短缺问题被解决，产能有效释放。
- **2023 年光伏产业链价格下行，能源安全以及清洁能源转型等因素有望驱动全球光伏装机继续高增，并网和储能逆变器有望受益。**2022 年国内光伏新增装机 87.41GW，同比增长 59.27%，光伏组件（含电池）出口金额 3085.22 亿元，同比增长 67.80%。而我国逆变器出口金额 89.76 亿美金，同比增长 75.13%。2023 年，硅料新老厂商齐扩产，光伏产业链价格进入下行通道推升电站开发商内部收益率，而能源安全、清洁能源转型、风光大基地建设以及分布式的较快发展有望继续推动光伏装机容量高增。并网逆变器和储能逆变器将直接受益于光伏装机的快速增长。尤其是，可再生能源占比提升对储能的需求具备紧迫性。储能逆变器作为电化学储能系统的核心单元，受电化学储能装机的增长将凸显更高的需求增速。
- **公司拟非公开发行股票扩大产能规模，提高中长期市场份额。**2022 年，公司拟向特定对象发行 A 股募集资金，募集资金总额不超过 24.9980 亿元，扣除发行费用后用于年产 20GW 并网逆变器及 2.7GWH 储能电池生产基地建设项目、年产 20GW 并网、储能逆变器及 1.8GWH 储能电池生产基地建设项目以及补充流动资金。截至 2022 年三季度末，公司苏州基地、广德一期、二期生产基地合计拥有 10.79GW 的并网逆变器、4.92GW 的储能逆变器产能。扩产项目达产后将新增 30GW 的并网逆变器和 10GW 的储能逆变器以及 4.5GW 的储能电池规模。公司的逆变器供货能力将大幅提升。值得关注的是，本次并网逆变器募投项目中包含户用、工商业、地面电站多种应用场景，产品覆盖的功率段更为齐全，填补了部分功率段空白。而募投的储能逆变器主要针对户用产品，有望迎合户用储能快速增长的市场需求。目前，逆变器行业内企业均利用资本

市场募集资金迅速扩大产能规模，公司在手订单充裕，募投项目将有利于公司把握光伏市场和储能市场的快速增长。

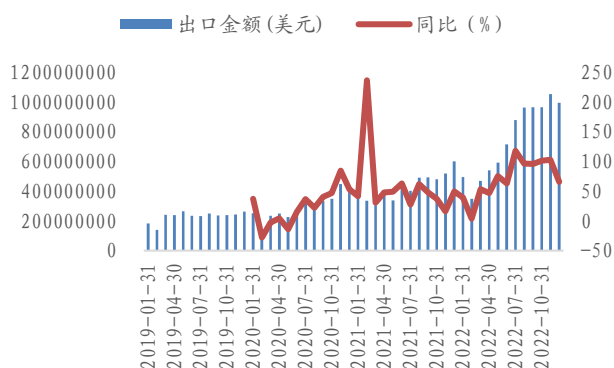
- **首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。**暂时不考虑公司非公开发行股票的摊薄效应，预计 2022、2023 年公司全面摊薄 EPS 分别为 5.20、10.36 元，按照 2 月 1 日 403.60 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 77.68 和 38.97 倍。考虑到公司专注于组串式逆变器和储能逆变器领域，将充分受益于分布式光伏的快速增长和电化学储能市场渗透率的提升，公司未来成长预期良好，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：原材料价格上涨和芯片供应紧缺的风险；贸易政策、关税政策变动风险；技术升级和创新变化较快风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,589	2,678	5,185	9,680	13,794
增长比率（%）	68.1	68.5	93.6	86.7	42.5
净利润（百万元）	260	280	640	1,276	1,846
增长比率（%）	153.2	7.4	129.0	99.3	44.7
每股收益(元)	3.64	3.18	5.20	10.36	14.99
市盈率(倍)	110.87	127.06	77.68	38.97	26.93

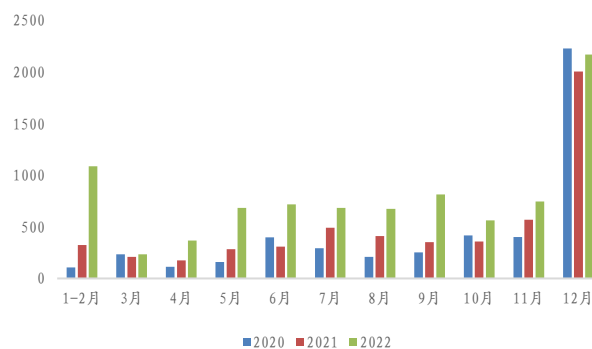
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：我国光伏逆变器出口金额和同比增速



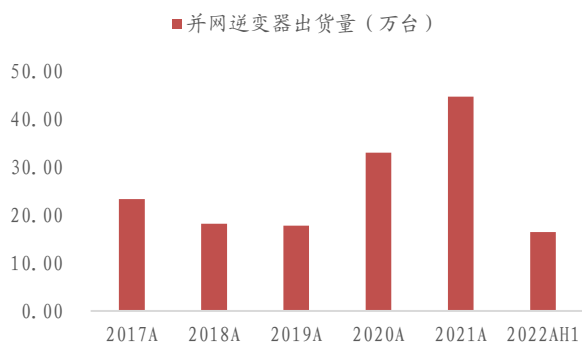
资料来源：同花顺 Ifind，中原证券

图 2：我国光伏新增装机情况（单位：GW）



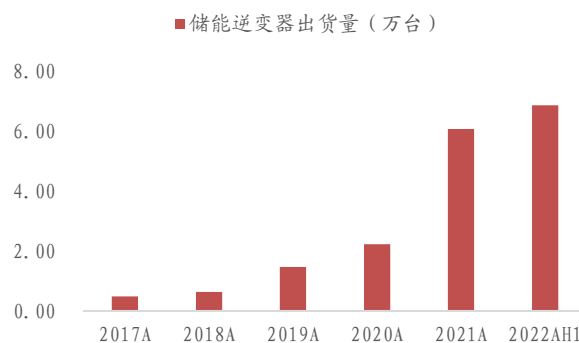
资料来源：国家能源局，中原证券

图 3：公司并网逆变器出货量情况



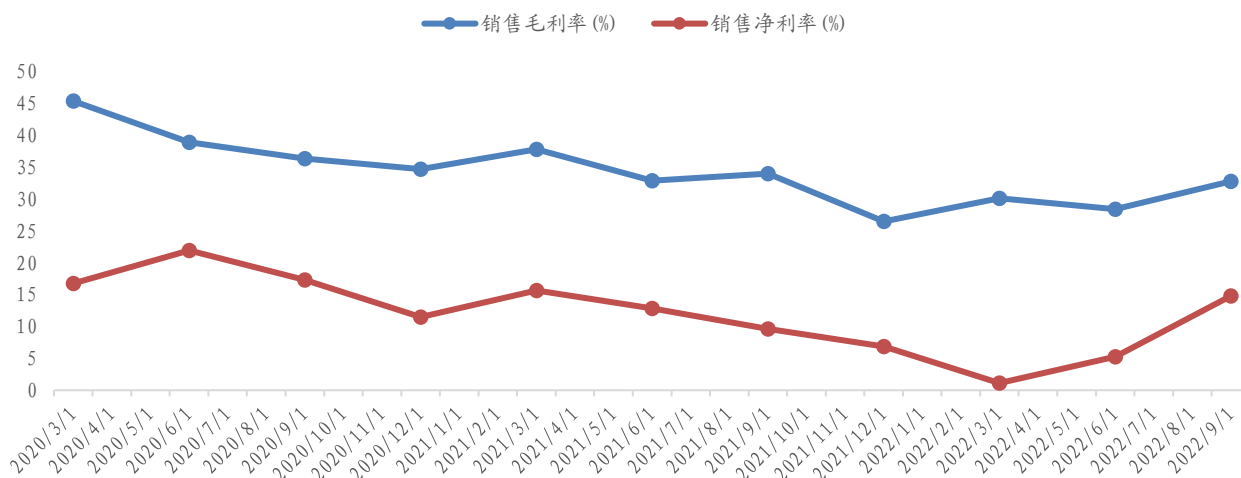
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：公司储能逆变器出货量情况



资料来源：公司公告，中原证券

图 5：公司盈利能力变化情况



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,187	2,940	4,605	8,222	12,149
现金	1,088	1,231	1,140	1,891	3,189
应收票据及应收账款	148	661	1,472	2,745	3,908
其他应收款	24	32	71	133	189
预付账款	8	29	53	98	140
存货	350	855	1,717	3,177	4,520
其他流动资产	569	132	152	179	204
非流动资产	372	775	1,343	1,833	2,244
长期投资	26	44	59	74	89
固定资产	275	403	831	1,181	1,452
无形资产	31	76	176	276	376
其他非流动资产	40	253	278	303	328
资产总计	2,560	3,715	5,948	10,056	14,394
流动负债	1,076	1,984	3,643	6,674	9,466
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	907	1,684	3,222	5,934	8,433
其他流动负债	169	301	421	740	1,033
非流动负债	27	53	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	53	53	53	53
负债合计	1,103	2,037	3,695	6,727	9,518
少数股东权益	0	22	22	22	22
股本	88	88	123	123	123
资本公积	947	972	972	972	972
留存收益	416	590	1,130	2,206	3,752
归属母公司股东权益	1,457	1,656	2,231	3,307	4,853
负债和股东权益	2,560	3,715	5,948	10,056	14,394

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	440	296	639	1,617	2,264
净利润	259	278	640	1,276	1,846
折旧摊销	22	46	96	175	254
财务费用	11	22	1	1	1
投资损失	5	-7	0	0	0
营运资金变动	134	-66	-158	65	23
其他经营现金流	8	23	60	100	140
投资活动现金流	-729	51	-665	-665	-665
资本支出	-128	-318	-650	-650	-650
长期投资	-601	357	-15	-15	-15
其他投资现金流	1	11	0	0	0
筹资活动现金流	732	-111	-66	-201	-301
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	22	0	35	0	0
资本公积增加	754	25	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-136	-101	-201	-301
现金净增加额	433	210	-92	751	1,298

资料来源：携宁，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,589	2,678	5,185	9,680	13,794
营业成本	992	1,830	3,563	6,564	9,327
营业税金及附加	10	8	16	29	41
营业费用	131	211	363	678	966
管理费用	57	106	181	339	483
研发费用	92	188	311	581	828
财务费用	6	42	-11	-14	-24
资产减值损失	-7	-19	-40	-60	-80
其他收益	17	24	52	97	138
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0
投资净收益	-5	7	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	302	296	753	1,501	2,172
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	303	296	753	1,501	2,172
所得税	44	18	113	225	326
净利润	259	278	640	1,276	1,846
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	260	280	640	1,276	1,846
EBITDA	334	379	839	1,662	2,402
EPS (元)	3.64	3.18	5.20	10.36	14.99

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	0.68	0.69	0.94	0.87	0.43
营业利润	1.48	-0.02	1.54	0.99	0.45
归属母公司净利润	1.53	0.07	1.29	0.99	0.45
获利能力					
毛利率 (%)	0.38	0.32	0.31	0.32	0.32
净利率 (%)	0.16	0.10	0.12	0.13	0.13
ROE (%)	0.18	0.17	0.29	0.39	0.38
ROIC	0.18	0.18	0.28	0.38	0.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.43	0.55	0.62	0.67	0.66
净负债比率 (%)	0.76	1.21	1.64	2.02	1.95
流动比率	2.03	1.48	1.26	1.23	1.28
速动比率	1.70	1.03	0.78	0.74	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.72	0.87	0.96	0.96
应收账款周转率	10.72	8.63	6.81	6.82	6.83
应付账款周转率	1.78	2.14	2.15	2.15	2.15
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.64	3.18	5.20	10.36	14.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.57	2.40	5.19	13.13	18.38
每股净资产 (最新摊薄)		8.14	15.82	16.55	17.35
估值比率					
P/E	110.87	127.06	77.68	38.97	26.93
P/B	—	49.55	25.51	24.38	23.26
EV/EBITDA	102.99	90.49	41.02	28.79	19.39

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。