

固德威 (688390)

2025 年三季度报点评：储能大幅环增，业绩拐点已现

2025 年 11 月 03 日

买入 (维持)

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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,353	6,738	9,189	10,642	12,083
同比 (%)	56.10	(8.36)	36.38	15.81	13.54
归母净利润 (百万元)	852.10	(61.81)	230.13	469.77	712.79
同比 (%)	31.24	(107.25)	472.31	104.14	51.73
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.51	(0.25)	0.95	1.94	2.94
P/E (现价&最新摊薄)	16.87	(232.52)	62.45	30.59	20.16

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司 25 年 Q1-3 营收 61.9 亿元, 同+25.3%, 归母净利润 0.8 亿元, 同+837.6%, 扣非净利润 0 亿元, 同+97%, 毛利率 22.1%, 同-0.9pct, 归母净利率 1.3%, 同+1.1pct。其中 25 年 Q3 营收 21.1 亿元, 同环比+17.4%/-4.3%, 归母净利润 1 亿元, 同环比+200.8%/+754.9%, 扣非净利润 0.5 亿元, 同环比+106.1%/+250.3%, 毛利率 26.2%, 同环比+2.8/+5.9pct, 归母净利率 4.6%, 同环比+2.8/+4.1pct, 略超市场预期。
- **25Q3 并网出货环增、储能环比大幅增长。** 我们预计 25Q1-3 并网逆变器营收 22-23 亿, 出货约 62 万台, 其中 25Q3 出货约 22 万台, 环增 16%, 国内海外出货各 11 万台, 因海外占比持续提升, 毛利率环比提升 2pct 至 25%。我们预计 25Q1-3 储能逆变器营收 7-7.5 亿, 出货约 7.8 万台, 其中 25Q3 出货约 4.5 万台, 环增 86%, 毛利率维持 43% 左右, 得益于欧洲市场修复、澳洲补贴带来需求高增, 公司出货逐月提升。25 年我们预计并网/储能逆变器出货 80-85 万台/12-14 万台, 同增 50%/+150%+。
- **储能电池增长显著、户用系统开发略有收缩。** 我们预计 25Q1-3 储能电池营收 7-7.5 亿, 出货超 500MWh, 其中 25Q3 出货约 310MWh, 毛利率维持在 35%, 25 年我们预计电池有望出 1GWh 左右, 同增 330%+。我们预计 25Q1-3 户用分布式系统营收约 23 亿, 出货超 800MW, 其中 25Q3 出货约 180MW, 25 年我们预计系统开发将超 1GW, 同比略增。
- **公司费用率同比下降、交付增长拉动存货下降。** 公司 25 年 Q1-3 期间费用 12.3 亿元, 同+18.4%, 费用率 19.8%, 同-1.2pct, 其中 Q3 期间费用 4.7 亿元, 同环比+34.1%/+18.8%, 费用率 22.4%, 同环比+2.8/+4.4pct; 25 年 Q1-3 经营性净现金流-0.3 亿元, 同-96.8%, 其中 Q3 经营性现金流 0.1 亿元; 25 年 Q1-3 资本开支 1 亿元, 同-73.5%, 其中 Q3 资本开支 0.3 亿元; 25 年 Q3 末存货 24.8 亿元, 较年初-6.1%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到海外市场政策的波动, 我们下调公司 25-26 年盈利预测为 2.3/4.7 (原值为 2.7/5.0) 亿元, 同比+472%/+104%, 对应 PE62/31x; 上调 27 年盈利预测为 7.1 (原值为 7.0) 亿元, 同比+52%, 对应 PE20x。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期。

市场数据

收盘价(元)	60.83
一年最低/最高价	35.80/66.11
市净率(倍)	5.44
流通 A 股市值(百万元)	14,781.48
总市值(百万元)	14,781.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.19
资产负债率(% ,LF)	66.28
总股本(百万股)	243.00
流通 A 股(百万股)	243.00

相关研究

- 《固德威(688390): 2025 中报点评: 2025Q2 储能环增明显, 2025Q3 储能出货继续改善》
2025-08-30
- 《固德威(688390): 2024 年报&2025 一季报点评: 25Q1 环比略有改善, Q2 持续环增, 全年出货有望高增》
2025-04-29

固德威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,269	6,538	7,076	8,322	营业总收入	6,738	9,189	10,642	12,083
货币资金及交易性金融资产	1,088	1,826	1,314	2,027	营业成本(含金融类)	5,326	6,967	7,972	8,964
经营性应收款项	1,038	1,220	1,497	1,663	税金及附加	42	74	80	85
存货	2,638	2,955	3,642	3,988	销售费用	536	721	766	834
合同资产	118	113	158	164	管理费用	324	414	468	507
其他流动资产	387	424	465	480	研发费用	551	689	745	816
非流动资产	2,683	3,073	3,611	3,942	财务费用	25	36	37	44
长期股权投资	33	30	30	28	加:其他收益	77	64	74	85
固定资产及使用权资产	1,988	2,341	2,822	3,132	投资净收益	67	55	64	72
在建工程	32	32	32	32	公允价值变动	14	35	0	0
无形资产	112	131	139	153	减值损失	(151)	(167)	(150)	(138)
商誉	34	46	65	63	资产处置收益	(3)	1	1	1
长期待摊费用	45	55	66	76	营业利润	(63)	277	564	854
其他非流动资产	438	438	458	458	营业外净收支	(4)	(2)	(3)	(2)
资产总计	7,952	9,611	10,687	12,264	利润总额	(67)	275	561	851
流动负债	4,461	5,866	6,445	7,277	减:所得税	(63)	41	84	128
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,137	1,287	1,437	1,587	净利润	(4)	234	477	724
经营性应付款项	2,077	3,046	3,297	3,813	减:少数股东损益	58	4	7	11
合同负债	345	383	478	515	归属母公司净利润	(62)	230	470	713
其他流动负债	900	1,150	1,233	1,362	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.25)	0.95	1.94	2.94
非流动负债	578	578	578	578	EBIT	(96)	324	611	877
长期借款	169	169	169	169	EBITDA	89	608	970	1,305
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.95	24.18	25.09	25.81
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	(0.92)	2.50	4.41	5.90
其他非流动负债	385	385	385	385	收入增长率(%)	(8.36)	36.38	15.81	13.54
负债合计	5,039	6,443	7,023	7,855	归母净利润增长率(%)	(107.25)	472.31	104.14	51.73
归属母公司股东权益	2,750	3,000	3,490	4,224					
少数股东权益	164	167	174	185					
所有者权益合计	2,913	3,167	3,665	4,409					
负债和股东权益	7,952	9,611	10,687	12,264					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(793)	1,214	219	1,300	每股净资产(元)	11.34	12.37	14.39	17.41
投资活动现金流	(506)	(612)	(844)	(695)	最新发行在外股份(百万股)	243	243	243	243
筹资活动现金流	589	114	94	88	ROIC(%)	(0.14)	6.20	10.45	12.99
现金净增加额	(704)	737	(512)	713	ROE-摊薄(%)	(2.25)	7.67	13.46	16.88
折旧和摊销	185	284	358	428	资产负债率(%)	63.36	67.04	65.71	64.05
资本开支	(492)	(676)	(898)	(759)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(232.52)	62.45	30.59	20.16
营运资本变动	(932)	569	(761)	19	P/B(现价)	5.22	4.79	4.11	3.40

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),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>