

德业股份（605117.SH）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评

逆变器盈利能力突出，储能业务爆发式增长

增持

核心观点

2022 年公司实现盈利 15.17 亿元，同比+162.3%。2022 年公司实现营收 59.56 亿元，同比+42.9%；实现归母净利润 15.17 亿元，同比+162.3%；2022 年全年毛利率 38%，同比+15.1pct，净利率 25.6%，同比+11.7pct，对应 2022Q4 实现营收 18.8 亿元，环比+10.7%；22Q4 实现归母净利润 5.9 亿元，环比+23.8%；22Q4 毛利率 47.8%，环比+5.7pct，22Q4 净利率 31.7%，环比+3.5pct；2023Q1 公司实现营收 20.9 亿元，同比+147.88%，环比+10.8%，实现归母净利润 5.89 亿元，同比+346.4%，环比-0.2%；23Q1 毛利率 43.1%，同比+18.7pct，环比-4.7pct，净利率 28.2%，同比+12.6pct，环比-3.4pct。

储能业务爆发式增长，盈利能力突出。公司 2022 年储能逆变器出货 29.9 万台，同比+325%，贡献收入约 24.18 亿元，其中我们估计 22Q4 储能逆变器出货 11.1 万台，环比+1%，2023Q1 出货约 12.3 万台，同比+349%，环比+11%，实现营收约 9.9 亿，受 IGBT 单管降价、公司一体化水平提升和汇兑收益影响，公司 22Q4/23Q1 储能逆变器毛利率均超过 50%；同时，公司向工商业储能应用场景拓展，目前储能逆变器功率段扩充至 3KW-100KW，我们预计 23 年公司储能逆变器出货 80 万台，其中包含户储 70 万台，工商业储能 10 万台，全年平均毛利率保持在 50%以上。储能电池包方面，2023 年开始起量，显著贡献业绩，我们估计 23Q1 实现收入约 2 亿元，毛利率约 24%，预计全年电池包实现收入 16-18 亿元，毛利率保持在 24%以上。

组串式逆变器、微逆持续高增。公司 2022 年组串式逆变器出货 24.7 万台，贡献收入约 7 亿元，其中我们估计 22Q4 出货 6.5 万台，环比-4%，2023Q1 出货 6.8 万台，环比+4%，贡献约 2.4 亿收入；微逆方面，2022 年出货 80.2 万台，贡献收入 8.1 亿元，其中我们估计 22Q4 出货 35.6 万台，环比+45%，2023Q1 出货 23 万台，环比-35%，贡献约 2.1 亿收入。盈利能力方面，我们估算组串式逆变器 22Q4/23Q1 毛利率均高于 45%，微逆 22Q4/23Q1 毛利率均高于 50%，主要受 IGBT 单管降价，公司一体化水平提升和汇兑收益影响。展望全年，我们预计公司组串式逆变器/微逆分别出货 40/120 万台，持续保持高增。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。基于今年一季度全球光储行业的高景气度，我们上调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 30.75/40.12/47.08 亿元（原预测 23-24 为 27.79/37.86 亿元），同比增速分别为 102.6%/30.5%/17.3%，EPS 分别为 12.9/16.8/19.7 元，对应估值为 19.1/14.6/12.5 倍。维持增持评级。

风险提示：原材料波动的风险、行业竞争加剧的风险、全球政策波动的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,168	5,956	11,636	15,345	18,835
(+/-%)	37.8%	42.9%	95.4%	31.9%	22.7%
净利润(百万元)	579	1517	3075	4012	4708
(+/-%)	51.3%	162.3%	102.6%	30.5%	17.3%
每股收益(元)	—	8.89	12.87	16.79	19.70
EBIT Margin	15.0%	27.7%	31.8%	30.8%	29.2%
净资产收益率 (ROE)	33.0%	45.3%	57.3%	48.8%	40.9%
市盈率 (PE)	—	27.6	19.1	14.6	12.5
EV/EBITDA	1.9	27.1	15.7	12.2	10.5
市净率 (PB)	0.00	10.24	8.76	5.99	4.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·家电零部件 II

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：李恒源

010-88005313

021-60875174

wangweiqi2@guosen.com.cn | lihengyuan@guosen.com.cn

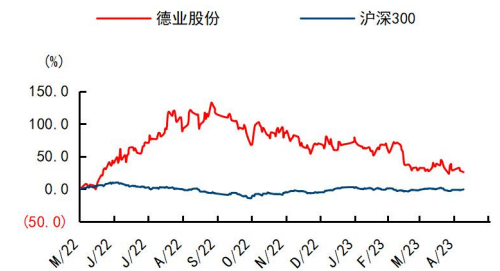
S0980520080003

S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	245.50 元
总市值/流通市值	58658/19944 百万元
52 周最高价/最低价	456.03/186.08 元
近 3 个月日均成交额	742.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《德业股份（605117.SH）-逆变器后起之秀，拓展光储赛道迎新发展》——2023-03-06

2022 年公司实现营收 59.56 亿元，同比+42.9%；实现归母净利润 15.17 亿元，同比+162.3%；2022 全年毛利率 38%，同比+15.1pct，净利率 25.6%，同比+11.7pct，对应 2022Q4 实现营收 18.8 亿元，环比+10.7%；22Q4 实现归母净利润 5.9 亿元，环比+23.8%；22Q4 毛利率 47.8%，环比+5.7pct，22Q4 净利率 31.7%，环比+3.5pct；2023Q1 公司实现营收 20.9 亿元，同比+147.88%，环比+10.8%，实现归母净利润 5.89 亿元，同比+346.4%，环比-0.2%；23Q1 毛利率 43.1%，同比+18.7pct，环比-4.7pct，净利率 28.2%，同比+12.6pct，环比-3.4pct。

图1：德业股份各年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



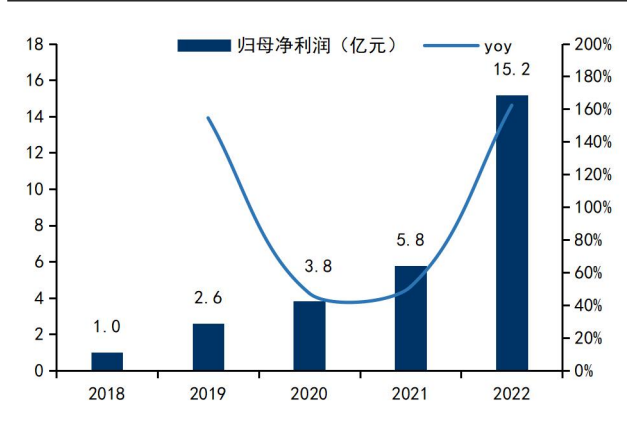
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：德业股份单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：德业股份各年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



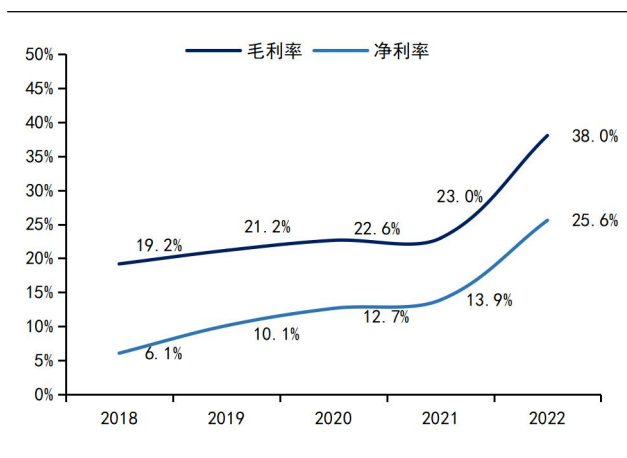
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：德业股份单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



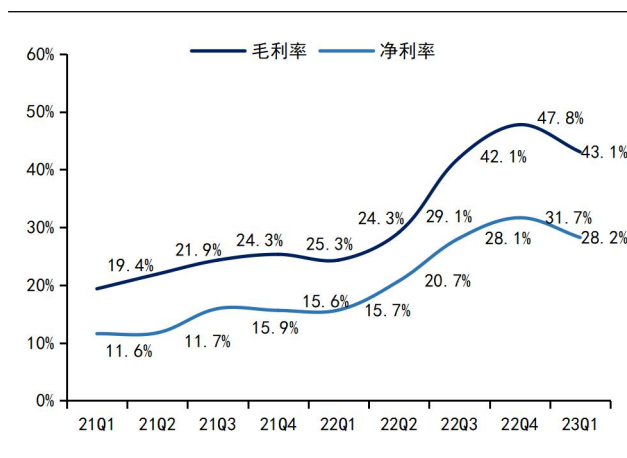
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：德业股份各年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

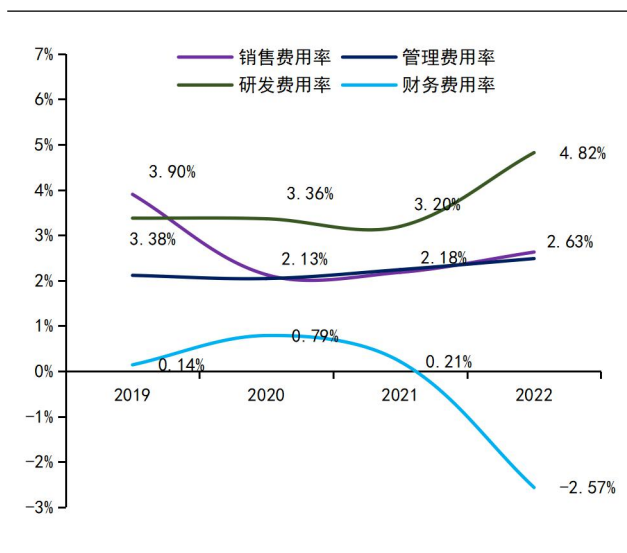
图6：德业股份单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

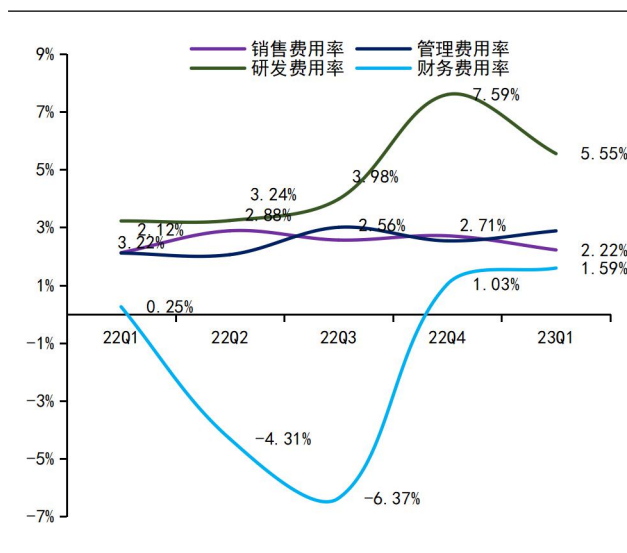
从费用率来看，2022 年公司期间费用率合计为 7.4%，同比-4.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用分别为 2.6%/2.5%/4.8%/-2.6%；分季度来看，22Q4 费用率环比上升较为明显，期间费用率合计 13.9%，一方面 22Q2/22Q3 受汇兑损益影响较大，财务费用率分别为-4.3%/-6.4%，另一方面公司加大研发投入为新品布局（22Q4 研发费用率为 7.6%），23Q1 期间费用率为 12.24%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%/2.8%/5.6%/1.6%，整体而言，公司费用率控制较为显著。

图7：德业股份各年度费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：德业股份单季度费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

储能业务爆发式增长，盈利能力突出。公司 2022 年储能逆变器出货 29.9 万台，同比+325%，贡献收入约 24.18 亿元，其中我们估计 22Q4 储能逆变器出货 11.1 万台，环比+1%，2023Q1 出货约 12.3 万台，同比+349%，环比+11%，实现营收约 9.9 亿，受 IGBT 单管降价、公司一体化水平提升和汇兑收益影响，公司 22Q4/23Q1 储能逆变器毛利率均超过 50%；同时，公司向工商业储能应用场景拓展，目前储能逆变器功率段扩充至 3KW-100KW，我们预计 23 年公司储能逆变器出货 80 万台，其中包含户储 70 万台，工商业储能 10 万台，全年平均毛利率保持在 50%以上。储能电池包方面，2023 年开始起量，显著贡献业绩，我们估计 23Q1 实现收入约 2 亿元，毛利率约 24%，预计全年电池包实现收入 16-18 亿元，毛利率保持在 24%以上。

组串式逆变器、微逆持续高增。公司 2022 年组串式逆变器出货 24.7 万台，贡献收入约 7 亿元，其中我们估计 22Q4 出货 6.5 万台，环比-4%，2023Q1 出货 6.8 万台，环比+4%，贡献约 2.4 亿收入；微逆方面，2022 年出货 80.2 万台，贡献收入 8.1 亿元，其中我们估计 22Q4 出货 35.6 万台，环比+45%，2023Q1 出货 23 万台，环比-35%，贡献约 2.1 亿收入。盈利能力方面，我们估算组串式逆变器 22Q4/23Q1 毛利率均高于 45%，微逆 22Q4/23Q1 毛利率均高于 50%，主要受 IGBT 单管降价，公司一体化水平提升和汇兑收益影响。展望全年，我们预计公司组串式逆变器/微逆分别出货 40/120 万台，持续保持高增。

表1: 德业股份各项业务年度出货量及预测

	2021	2022	2023E
组串式逆变器（万台）	21.5	24.69	40
储能逆变器（万台）	7.03	29.90	80
微型逆变器（万台）	10.29	80.24	120

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

基于今年一季度全球光储行业的高景气度，我们上调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 30.75/40.12/47.08 亿元（原预测 23-24 为 27.79/37.86 亿元），同比增速分别为 102.6%/30.5%/17.3%，EPS 分别为 12.9/16.8/19.7 元，对应估值为 19.1/14.6/12.5 倍。维持增持评级。。

表2: 同类公司估值比较（2023 年 5 月 8 日）

代码	公司名称	收盘价	EPS (元/)			PE			PB (MRQ)	评级
		5 月 8 日	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
300274.SZ	阳光电源	107.8	2.4	4.8	6.5	44.5	22.6	16.5	7.72	买入
300763.SZ	锦浪科技	111.18	2.9	5.2	7.0	38.9	21.4	15.9	13.4	增持
688390.SH	固德威	274.98	5.3	16.1	21.4	51.9	17.1	12.8	7.09	增持
605117.SH	德业股份	245.5	6.4	12.9	16.8	38.7	19.1	14.6	13.64	增持

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理与预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1658	2176	2288	4040	6535	营业收入	4168	5956	11636	15345	18835
应收款项	276	559	956	1261	1393	营业成本	3211	3690	6729	9326	12054
存货净额	456	865	830	1150	1486	营业税金及附加	12	23	35	46	57
其他流动资产	77	1894	101	93	121	销售费用	91	157	291	338	339
流动资产合计	2997	6760	5421	7791	10781	管理费用	93	148	372	384	358
固定资产	789	1494	2845	3909	4797	研发费用	133	287	512	522	527
无形资产及其他	81	147	137	128	118	财务费用	9	(153)	(21)	(10)	(39)
其他长期资产	56	106	116	153	188	投资收益	16	(11)	30	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(28)	(130)	(30)	(10)
资产总计	3924	8507	8520	11981	15884	其他收入	51	21	130	30	10
短期借款及交易性金融	3	1281	0	0	0	营业利润	657	1756	3617	4720	5539
应付款项	1051	2091	922	1278	1651	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	134	288	222	201	191	利润总额	657	1754	3617	4720	5539
流动负债合计	1242	3852	1260	1632	2031	所得税费用	79	231	543	708	831
长期借款及应付债券	0	530	530	530	530	少数股东损益	0	6	0	0	0
其他长期负债	42	35	33	33	33	归属于母公司净利润	579	1517	3075	4012	4708
长期负债合计	42	566	564	564	564	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1283	4418	1824	2196	2595	净利润	579	1517	3075	4012	4708
少数股东权益	0	27	27	27	27	资产减值准备	(5)	(9)	(120)	(20)	0
股东权益	2640	4063	6668	9758	13262	折旧摊销	36	56	159	245	322
负债和股东权益总计	3924	8507	8520	11981	15884	公允价值变动损失	(25)	33	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	9	(153)	(21)	(10)	(39)
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	263	(1183)	140	(245)	(97)
每股收益		8.89	12.87	16.79	19.70	其它	(51)	1788	67	0	(49)
每股红利		3.15	3.86	5.04	7.88	经营活动现金流	797	2204	3321	3992	4884
每股净资产		23.96	28.02	40.95	55.62	资本开支	(602)	(809)	(1500)	(1300)	(1200)
ROIC	33%	33%	47%	46%	39%	其它投资现金流	(321)	(2409)	20	(27)	(25)
ROE	33%	45%	57%	49%	41%	投资活动现金流	(923)	(3218)	(1480)	(1327)	(1225)
毛利率	23%	38%	42%	39%	36%	权益性融资	1331	110	68	0	0
EBIT Margin	15%	28%	32%	31%	29%	负债净变化	(141)	1537	(1281)	0	0
EBITDA Margin	16%	29%	33%	32%	31%	支付股利、利息	0	(207)	(537)	(922)	(1204)
收入增长	38%	43%	95%	32%	23%	其它融资现金流	(141)	1006	(1281)	0	0
净利润增长率	51%	162%	103%	30%	17%	融资活动现金流	1181	1593	(1728)	(913)	(1165)
资产负债率	33%	52%	21%	18%	16%	现金净变动	1054	579	112	1752	2495
息率		1.3%	1.6%	2.1%	3.2%	货币资金的期初余额	522	1658	2176	2288	4040
P/E		27.6	19.1	14.6	12.5	货币资金的期末余额	1658	2176	2288	4040	6535
P/B	0.0	10.2	8.8	6.0	4.4	企业自由现金流	249	(502)	1941	2720	3700
EV/EBITDA	1.9	27.1	15.7	12.2	10.5	权益自由现金流	100	1167	678	2729	3733

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032