

# 德业股份 (605117)

证券研究报告

2023年05月04日

## 逆变器产品全球加速扩张，业绩持续高速增长

### 22年以及23Q1整体业绩维持高速增长，盈利能力上升至新台阶

**22年报：**22年实现收入59.56亿元，yoy+42.9%；归母净利润15.17亿元，yoy+162.3%；扣非净利润15.35亿元，yoy+187.8%；其中22Q4实现收入18.82亿元，归母净利润5.90亿元，yoy+231.7%，qoq+23.8%；扣非净利润5.44亿元，yoy+246.9%，qoq-2%。

**23年一季报：**23Q1实现收入20.85亿元，yoy+147.9%，qoq+10.8%；归母净利润5.89亿元，yoy+346.4%，环比基本持平；扣非净利润5.25亿元，yoy+336.5%，qoq-3%。

**盈利能力向上趋势明确，公司整体毛利率在22H2开始上升至新台阶。**公司整体毛利率在22Q2及之前基本处于20-30%，22Q3开始上升至40%+，22Q3-23Q1毛利率分别达到42.1%/47.8%/43.1%。

### 逆变器业务持续高增长，全球市场顺利扩张、打开业务市场空间

公司2022年逆变器业务实现营收39.57亿元，yoy+230.4%；其中1)储能逆变器：销售29.9万台，实现收入24.18亿元，yoy+354.2%；2)微逆：销售80.2万台，实现收入8.07亿元，yoy+658.0%；3)组串式逆变器：销售24.69万台，实现收入7.04亿元，yoy+30.7%。

公司逆变器业务海外市场开拓进展顺利，多点开花打开业务市场空间。公司2020-2022年境外销售中逆变器业务收入占比分别为62.66%/82.20%/92.01%。分市场看，公司推进差异化市场战略，为不同市场用户提供不同的产品服务，2022年逆变器业务南非、黎巴嫩、其他地区收入同比增速分别达到322.7%/1867.4%/455.2%，阿拉伯联合酋长国实现规模化收入。

此外，公司逆变器业务客户结构进一步优化，如印度市场此前主要客户KSOLARE ENERGY PVT.LTD.，2021年因应收账款预计无法收回而计提全额坏账准备，至2022年已终止合作。

### 盈利预测

公司2022年及2023Q1经营业绩持续维持高增速，我们看好公司1)持续的海外市场开拓能力，如2022年南非、黎巴嫩、阿拉伯联合酋长国等市场收入进一步增长；2)较高的盈利能力，公司自2022Q3起毛利率均达到40%以上。

考虑公司2022年归母净利润超出我们此前预期、以及考虑未来竞争加剧可能性带动相关逆变器产品行业价格略有下滑，我们调整公司23-25年营业收入至123.8、168.4、215.5亿元（原值为23-24年113.3、198.5亿元），归母净利润30.25、41.53、51.50亿元（原值为23-24年23.22、41.56亿元），yoy+99.35%/+37.30%/+24.01%，对应当前估值20、14、12X PE。

**风险提示：**逆变器技术升级迭代风险、贸易政策及境外销售风险、下游光伏/储能装机需求不及预期、竞争加剧、原材料价格进一步一波上涨。

| 财务数据和估值       | 2021     | 2022     | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 4,167.93 | 5,955.52 | 12,383.37 | 16,835.02 | 21,548.83 |
| 增长率(%)        | 37.85    | 42.89    | 107.93    | 35.95     | 28.00     |
| EBITDA(百万元)   | 843.15   | 1,958.00 | 3,521.41  | 4,707.36  | 5,773.86  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 578.56   | 1,517.41 | 3,024.98  | 4,153.16  | 5,150.41  |
| 增长率(%)        | 51.28    | 162.28   | 99.35     | 37.30     | 24.01     |
| EPS(元/股)      | 2.42     | 6.35     | 12.66     | 17.38     | 21.56     |
| 市盈率(P/E)      | 103.79   | 39.57    | 19.85     | 14.46     | 11.66     |
| 市净率(P/B)      | 22.74    | 14.78    | 9.16      | 6.02      | 4.23      |
| 市销率(P/S)      | 14.41    | 10.08    | 4.85      | 3.57      | 2.79      |
| EV/EBITDA     | 52.78    | 39.55    | 16.21     | 10.96     | 8.69      |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |            |
|-------|------------|
| 行业    | 家用电器/家电零部件 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）   |
| 当前价格  | 251.31元    |
| 目标价格  | 元          |

### 基本数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| A股总股本(百万股)  | 238.93        |
| 流通A股股本(百万股) | 81.24         |
| A股总市值(百万元)  | 60,046.45     |
| 流通A股市值(百万元) | 20,415.87     |
| 每股净资产(元)    | 19.25         |
| 资产负债率(%)    | 54.81         |
| 一年内最高/最低(元) | 456.03/186.08 |

### 作者

**孙潇雅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**孙谦** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521050004  
suncqiana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《德业股份-半年报点评:业绩超预期，微逆+储能加速成长》2022-09-19
- 《德业股份-季报点评:储能+微逆双赛道，有望实现高增长》2022-05-06
- 《德业股份-公司研究简报:逆变器业务成中流砥柱，始于并网，壮于储能》2021-12-17

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021            | 2022            | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 1,658.17        | 2,175.78        | 3,715.01         | 9,770.10         | 11,317.98        |
| 应收票据及应收账款        | 275.82          | 558.61          | 1,176.42         | 1,182.32         | 1,836.87         |
| 预付账款             | 13.88           | 20.65           | 50.04            | 49.21            | 81.86            |
| 存货               | 455.93          | 865.45          | 1,839.30         | 1,958.34         | 3,056.95         |
| 其他               | 593.25          | 3,139.58        | 1,985.66         | 2,180.99         | 2,513.79         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,997.05</b> | <b>6,760.08</b> | <b>8,766.43</b>  | <b>15,140.96</b> | <b>18,807.46</b> |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产             | 284.22          | 1,031.12        | 1,200.01         | 1,430.94         | 1,746.90         |
| 在建工程             | 505.25          | 462.77          | 617.03           | 819.64           | 924.44           |
| 无形资产             | 80.87           | 147.19          | 179.16           | 212.23           | 250.26           |
| 其他               | 56.13           | 106.33          | 84.36            | 81.31            | 73.01            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>926.47</b>   | <b>1,747.41</b> | <b>2,080.56</b>  | <b>2,544.13</b>  | <b>2,994.61</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,923.52</b> | <b>8,507.48</b> | <b>10,846.99</b> | <b>17,685.09</b> | <b>21,802.07</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 1,258.81        | 1,679.18         | 1,400.00         | 1,400.00         |
| 应付票据及应付账款        | 1,050.54        | 2,090.63        | 1,874.23         | 4,423.46         | 4,292.74         |
| 其他               | 136.92          | 310.18          | 303.86           | 609.68           | 507.44           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,187.46</b> | <b>3,659.62</b> | <b>3,857.27</b>  | <b>6,433.14</b>  | <b>6,200.18</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 530.44          | 369.52           | 1,200.00         | 1,300.00         |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 41.55           | 35.15           | 33.28            | 36.66            | 35.03            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>41.55</b>    | <b>565.59</b>   | <b>402.80</b>    | <b>1,236.66</b>  | <b>1,335.03</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,283.32</b> | <b>4,417.63</b> | <b>4,260.07</b>  | <b>7,669.80</b>  | <b>7,535.21</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 27.32           | 34.82            | 45.10            | 57.86            |
| 股本               | 170.67          | 238.93          | 238.93           | 238.93           | 238.93           |
| 资本公积             | 1,371.04        | 1,412.49        | 1,412.49         | 1,412.49         | 1,412.49         |
| 留存收益             | 1,098.49        | 2,411.10        | 4,900.68         | 8,318.76         | 12,557.58        |
| 其他               | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,640.21</b> | <b>4,089.85</b> | <b>6,586.92</b>  | <b>10,015.29</b> | <b>14,266.86</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3,923.52</b> | <b>8,507.48</b> | <b>10,846.99</b> | <b>17,685.09</b> | <b>21,802.07</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2021            | 2022              | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 578.56          | 1,523.47          | 3,024.98        | 4,153.16        | 5,150.41        |
| 折旧摊销           | 51.50           | 66.06             | 102.45          | 121.73          | 146.77          |
| 财务费用           | 21.32           | (110.00)          | (130.16)        | (267.21)        | (377.03)        |
| 投资损失           | (16.45)         | 10.80             | (5.17)          | (5.17)          | (5.17)          |
| 营运资金变动         | 141.93          | (1,140.47)        | (829.64)        | 2,536.06        | (2,351.76)      |
| 其它             | 19.74           | 1,853.78          | (9.91)          | 15.67           | 19.72           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>796.61</b>   | <b>2,203.64</b>   | <b>2,152.54</b> | <b>6,554.23</b> | <b>2,582.94</b> |
| 资本支出           | 554.70          | 833.37            | 459.44          | 584.97          | 607.18          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (1,477.93)      | (4,051.02)        | (911.83)        | (1,168.15)      | (1,207.57)      |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(923.22)</b> | <b>(3,217.65)</b> | <b>(452.40)</b> | <b>(583.18)</b> | <b>(600.38)</b> |
| 债权融资           | (15.51)         | 1,960.63          | 376.10          | 821.32          | 479.66          |
| 股权融资           | 1,126.11        | 109.71            | (537.01)        | (737.29)        | (914.33)        |
| 其他             | 70.42           | (477.75)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,181.02</b> | <b>1,592.59</b>   | <b>(160.91)</b> | <b>84.03</b>    | <b>(434.67)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,054.41</b> | <b>578.58</b>     | <b>1,539.23</b> | <b>6,055.09</b> | <b>1,547.89</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2021            | 2022            | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>4,167.93</b> | <b>5,955.52</b> | <b>12,383.37</b> | <b>16,835.02</b> | <b>21,548.83</b> |
| 营业成本             | 3,211.40        | 3,690.37        | 7,553.86         | 10,606.07        | 14,006.74        |
| 营业税金及附加          | 12.01           | 23.19           | 49.53            | 67.34            | 86.20            |
| 销售费用             | 90.95           | 156.57          | 346.73           | 420.88           | 495.62           |
| 管理费用             | 93.44           | 148.01          | 396.27           | 454.55           | 495.62           |
| 研发费用             | 133.20          | 287.24          | 619.17           | 723.91           | 861.95           |
| 财务费用             | 8.85            | (152.78)        | (130.16)         | (267.21)         | (377.03)         |
| 资产/信用减值损失        | (14.44)         | (28.25)         | (40.00)          | (40.00)          | (40.00)          |
| 公允价值变动收益         | 25.35           | (33.37)         | (19.02)          | 3.17             | 4.23             |
| 投资净收益            | 16.45           | (10.80)         | 5.17             | 5.17             | 5.17             |
| 其他               | (65.81)         | 118.90          | 0.00             | (0.00)           | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>656.54</b>   | <b>1,756.44</b> | <b>3,494.13</b>  | <b>4,797.84</b>  | <b>5,949.12</b>  |
| 营业外收入            | 1.29            | 0.48            | 0.88             | 0.68             | 0.78             |
| 营业外支出            | 0.33            | 2.79            | 1.56             | 2.18             | 1.87             |
| <b>利润总额</b>      | <b>657.50</b>   | <b>1,754.13</b> | <b>3,493.45</b>  | <b>4,796.35</b>  | <b>5,948.03</b>  |
| 所得税              | 78.94           | 230.66          | 459.37           | 630.69           | 782.13           |
| <b>净利润</b>       | <b>578.56</b>   | <b>1,523.47</b> | <b>3,034.08</b>  | <b>4,165.66</b>  | <b>5,165.90</b>  |
| 少数股东损益           | 0.00            | 6.06            | 9.10             | 12.50            | 15.50            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>578.56</b>   | <b>1,517.41</b> | <b>3,024.98</b>  | <b>4,153.16</b>  | <b>5,150.41</b>  |
| 每股收益(元)          | 2.42            | 6.35            | 12.66            | 17.38            | 21.56            |

  

| 主要财务比率         | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 37.85%  | 42.89%  | 107.93% | 35.95%  | 28.00%  |
| 营业利润           | 52.44%  | 167.53% | 98.93%  | 37.31%  | 24.00%  |
| 归属于母公司净利润      | 51.28%  | 162.28% | 99.35%  | 37.30%  | 24.01%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 22.95%  | 38.03%  | 39.00%  | 37.00%  | 35.00%  |
| 净利率            | 13.88%  | 25.48%  | 24.43%  | 24.67%  | 23.90%  |
| ROE            | 21.91%  | 37.35%  | 46.17%  | 41.66%  | 36.25%  |
| ROIC           | 371.25% | 337.23% | 123.13% | 109.34% | 316.49% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 32.71%  | 51.93%  | 39.27%  | 43.37%  | 34.56%  |
| 净负债率           | -62.68% | -8.91%  | -25.17% | -71.48% | -60.31% |
| 流动比率           | 2.41    | 1.75    | 2.27    | 2.35    | 3.03    |
| 速动比率           | 2.05    | 1.53    | 1.80    | 2.05    | 2.54    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 13.90   | 14.27   | 14.27   | 14.27   | 14.27   |
| 存货周转率          | 11.56   | 9.01    | 9.16    | 8.87    | 8.59    |
| 总资产周转率         | 1.49    | 0.96    | 1.28    | 1.18    | 1.09    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 2.42    | 6.35    | 12.66   | 17.38   | 21.56   |
| 每股经营现金流        | 3.33    | 9.22    | 9.01    | 27.43   | 10.81   |
| 每股净资产          | 11.05   | 17.00   | 27.42   | 41.73   | 59.47   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 103.79  | 39.57   | 19.85   | 14.46   | 11.66   |
| 市净率            | 22.74   | 14.78   | 9.16    | 6.02    | 4.23    |
| EV/EBITDA      | 52.78   | 39.55   | 16.21   | 10.96   | 8.69    |
| EV/EBIT        | 55.16   | 40.72   | 16.70   | 11.25   | 8.92    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |