

德业股份 (605117.SH)  
光伏设备

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 16 日

评级： 买入 (维持)

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

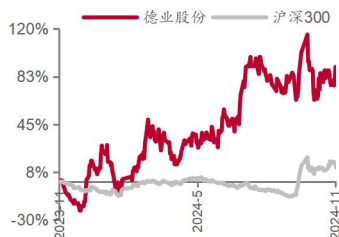
执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

### 基本状况

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 645.16    |
| 流通股本(百万股) | 609.16    |
| 市价(元)     | 94.52     |
| 市值(百万元)   | 60,980.50 |
| 流通市值(百万元) | 57,578.06 |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《德业股份 24 半年报点评：受益新兴市场需求爆发，Q2 业绩大超预期》2024-09-05
- 《德业股份：24Q1 业绩靓丽，海外市场多点开花》2024-04-26

### 公司盈利预测及估值

| 指标         | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 5,956 | 7,480 | 10,877 | 14,337 | 17,149 |
| 增长率 yoy%   | 43%   | 26%   | 45%    | 32%    | 20%    |
| 归母净利润(百万元) | 1,517 | 1,791 | 2,930  | 3,892  | 4,696  |
| 增长率 yoy%   | 162%  | 18%   | 64%    | 33%    | 21%    |
| 每股收益(元)    | 2.35  | 2.78  | 4.54   | 6.03   | 7.28   |
| 每股现金流量     | 3.42  | 3.23  | 4.01   | 5.49   | 6.78   |
| 净资产收益率     | 37%   | 34%   | 41%    | 38%    | 33%    |
| P/E        | 40.2  | 34.0  | 20.8   | 15.7   | 13.0   |
| P/B        | 15.0  | 11.7  | 8.5    | 5.9    | 4.3    |

备注：股价截止自 2024 年 11 月 16 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 事件：**公司发布 2024 年三季度报，2024 年前三季度实现营收 80.16 亿，同比+26.7%，归母净利润 22.40 亿，同比+42.8%，毛利率 40.1%，同比-1.6pct；24Q3 实现营收 32.68 亿，同比+128.2%，环比+14.1%，归母净利润 10.04 亿，同比+229.5%，环比+25.1%，毛利率 44.5%，同比+3.7pct，环比+6.8pct。
- 业绩点评：**2024Q3 公司归母净利润环比提升明显，主要系储能逆变器以及电池包产品出货环比提升明显，带动公司量利齐升。
- 受假期、雨季等因素影响，并网业务环比表现偏弱。**2024 年 Q3 受欧洲假期、东南亚雨季等因素影响，并网逆变器出货环比有所下滑。2024Q3 组串、微型逆变器分别出货 7.0/9.7 万台，环比分别下滑 62%/38%，预计 4 季度雨季结束，公司并网产品出货逐步回暖。
- 储能业务受乌克兰战争重建等因素刺激，Q3 环比表现优秀，后续多市场/产品布局进一步打开向上空间。**2024Q3 储能逆变器出货 19 万台，环比提升 45%；储能电池包实现收入 7.7 亿元，环比提升 62%。往后看，一方面公司持续开拓存在用电刚需的新兴市场，包括东南亚、中东、非洲、拉美等市场；另一方面，公司积极进行阳台微储、工商储等新产品开发迭代，明年有望快速导入相关需求市场，贡献增量弹性。
- 盈利预测与投资评级：**考虑公司储能业务加速开拓，盈利表现持续优异，我们上修公司业绩，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 29.3/38.9/47.0 亿元（前预测值 28.9/36.0/41.3 亿元），同比+64%/+33%/+21%，当前股价对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**需求不及预期；竞争加剧；原材料价格波动；海外拓展不及预期等。

**盈利预测表**

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |               |               |               |               | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 会计年度            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金           | 2,978         | 4,330         | 6,736         | 10,064        | 营业收入            | 7,480        | 10,877       | 14,337       | 17,149       |
| 应收票据           | 10            | 15            | 19            | 23            | 营业成本            | 4,457        | 6,319        | 8,336        | 9,997        |
| 应收账款           | 561           | 816           | 1,076         | 1,287         | 税金及附加           | 57           | 82           | 106          | 124          |
| 预付账款           | 18            | 25            | 33            | 40            | 销售费用            | 278          | 326          | 422          | 494          |
| 存货             | 754           | 1,069         | 1,410         | 1,691         | 管理费用            | 239          | 272          | 351          | 412          |
| 合同资产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 研发费用            | 436          | 435          | 562          | 659          |
| 其他流动资产         | 3,611         | 4,409         | 5,221         | 5,881         | 财务费用            | -214         | -18          | -37          | -66          |
| 流动资产合计         | 7,932         | 10,664        | 14,495        | 18,986        | 信用减值损失          | -10          | -15          | -12          | -13          |
| 其他长期投资         | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产减值损失          | -50          | -29          | -40          | -35          |
| 长期股权投资         | 0             | 0             | 0             | 0             | 公允价值变动收益        | 3            | -2           | -11          | -3           |
| 固定资产           | 1,724         | 1,696         | 1,681         | 1,677         | 投资收益            | -121         | -20          | -20          | -20          |
| 在建工程           | 288           | 368           | 438           | 498           | 其他收益            | 51           | 38           | 44           | 41           |
| 无形资产           | 200           | 237           | 271           | 302           | <b>营业利润</b>     | <b>2,098</b> | <b>3,431</b> | <b>4,557</b> | <b>5,498</b> |
| 其他非流动资产        | 674           | 709           | 737           | 759           | 营业外收入           | 0            | 1            | 1            | 1            |
| 非流动资产合计        | 2,885         | 3,011         | 3,127         | 3,236         | 营业外支出           | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产合计</b>    | <b>10,817</b> | <b>13,675</b> | <b>17,623</b> | <b>22,222</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,096</b> | <b>3,430</b> | <b>4,556</b> | <b>5,497</b> |
| 短期借款           | 2,423         | 2,462         | 2,423         | 2,423         | 所得税             | 305          | 500          | 664          | 801          |
| 应付票据           | 854           | 1,186         | 1,534         | 1,802         | <b>净利润</b>      | <b>1,791</b> | <b>2,930</b> | <b>3,892</b> | <b>4,696</b> |
| 应付账款           | 837           | 1,163         | 1,503         | 1,767         | 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 预收款项           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,791</b> | <b>2,930</b> | <b>3,892</b> | <b>4,696</b> |
| 合同负债           | 191           | 278           | 366           | 438           | NOPLAT          | 1,608        | 2,915        | 3,861        | 4,640        |
| 其他应付款          | 34            | 34            | 34            | 34            | EPS (摊薄)        | 2.78         | 4.54         | 6.03         | 7.28         |
| 一年内到期的非流动负债    | 496           | 496           | 496           | 496           |                 |              |              |              |              |
| 其他流动负债         | 336           | 338           | 405           | 452           |                 |              |              |              |              |
| 流动负债合计         | 5,170         | 5,956         | 6,760         | 7,412         | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 长期借款           | 300           | 300           | 300           | 300           | 会计年度            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 116           | 216           | 216           | 216           | 营业收入增长率         | 25.6%        | 45.4%        | 31.8%        | 19.6%        |
| 非流动负债合计        | 416           | 516           | 516           | 516           | EBIT 增长率        | 17.5%        | 81.3%        | 32.4%        | 20.2%        |
| <b>负债合计</b>    | <b>5,586</b>  | <b>6,472</b>  | <b>7,276</b>  | <b>7,928</b>  | 归母公司净利润增长率      | 18.0%        | 63.6%        | 32.8%        | 20.7%        |
| 归属母公司所有者权益     | 5,231         | 7,203         | 10,346        | 14,294        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率             | 40.4%        | 41.9%        | 41.9%        | 41.7%        |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>5,231</b>  | <b>7,203</b>  | <b>10,346</b> | <b>14,294</b> | 净利率             | 23.9%        | 26.9%        | 27.1%        | 27.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>10,817</b> | <b>13,675</b> | <b>17,623</b> | <b>22,222</b> | ROE             | 34.2%        | 40.7%        | 37.6%        | 32.9%        |
|                |               |               |               |               | ROIC            | 31.2%        | 42.6%        | 40.9%        | 36.3%        |
|                |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | 资产负债率           | 51.6%        | 47.3%        | 41.3%        | 35.7%        |
|                |               |               |               |               | 债务权益比           | 63.7%        | 48.2%        | 33.2%        | 24.0%        |
|                |               |               |               |               | 流动比率            | 1.5          | 1.8          | 2.1          | 2.6          |
|                |               |               |               |               | 速动比率            | 1.4          | 1.6          | 1.9          | 2.3          |
|                |               |               |               |               | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | 总资产周转率          | 0.7          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
|                |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 27           | 23           | 24           | 25           |
|                |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 80           | 57           | 58           | 59           |
|                |               |               |               |               | 存货周转天数          | 65           | 52           | 54           | 56           |
|                |               |               |               |               | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | 每股收益            | 2.78         | 4.54         | 6.03         | 7.28         |
|                |               |               |               |               | 每股经营现金流         | 3.23         | 4.01         | 5.49         | 6.78         |
|                |               |               |               |               | 每股净资产           | 8.11         | 11.16        | 16.04        | 22.16        |
|                |               |               |               |               | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | P/E             | 34           | 21           | 16           | 13           |
|                |               |               |               |               | P/B             | 12           | 8            | 6            | 4            |
|                |               |               |               |               | EV/EBITDA       | 90           | 51           | 39           | 33           |

| 现金流量表          |               |              |              |              |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |               |              |              |              |
| 会计年度           | 2023A         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,081</b>  | <b>2,587</b> | <b>3,543</b> | <b>4,377</b> |
| 现金收益           | 1,712         | 3,076        | 4,028        | 4,810        |
| 存货影响           | 111           | -315         | -341         | -281         |
| 经营性应收影响        | 40            | -237         | -232         | -187         |
| 经营性应付影响        | -371          | 658          | 688          | 532          |
| 其他影响           | 588           | -595         | -599         | -498         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1,724</b> | <b>-432</b>  | <b>-387</b>  | <b>-367</b>  |
| 资本支出           | -705          | -254         | -261         | -267         |
| 股权投资           | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期资产变化       | -1,019        | -178         | -126         | -100         |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-178</b>   | <b>-802</b>  | <b>-751</b>  | <b>-682</b>  |
| 借款增加           | 1,408         | 39           | -39          | 0            |
| 股利及利息支付        | -610          | -1,288       | -1,673       | -1,993       |
| 股东融资           | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 其他影响           | -976          | 447          | 961          | 1,311        |

605117

---

来源：WIND，中泰证券研究所

**投资评级说明**

|  | 评级 | 说明                                   |
|--|----|--------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上      |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间   |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上      |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上       |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上       |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                      |

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。