

德业股份 (605117)

2023 年中报点评: 2023Q2 储能环比高增, 微逆短期承压, 新产品新市场加速成长

买入 (维持)

2023 年 09 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,956	10,455	14,862	20,803
同比	43%	76%	42%	40%
归属母公司净利润 (百万元)	1,517	2,400	3,364	4,516
同比	162%	58%	40%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.53	5.58	7.82	10.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.14	16.52	11.79	8.78

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** 2023H1 公司实现营收 48.9 亿元, 同增 106%; 归母净利润 12.6 亿元, 同增 181%; 扣非归母净利润 13.9 亿元, 同增 216%; 毛利率为 41.8%, 同增 14.3pct。其中 2023Q2 营收 28.1 亿元, 同环增 83%/35%; 归母净利润 6.8 亿元, 同环增 112%/15%, 其中锁汇产生损失约 2 亿元; 扣非归母净利润 8.6 亿元, 同环增 170%/64%; 毛利率为 40.8%, 同增 11.7pct, 环降 2.3pct; 考虑微逆销售退回冲减收入和成本及计提售后服务费用, 影响利润约 1 亿元, 剔除影响后业绩符合预期。
- **受益南非爆发出货环比高增、新市场逐步起量贡献新增量。** 2023H1 逆变器营收 31.4 亿元, 出货 66 万台, 同增 60%+, 2023Q2 营收 16.9 亿元, 出货 24 万台, 同环比-18%/-43% (主要受微逆退货冲销影响), 2023Q2 毛利率较为稳定维持 50%+: 其中储能逆变器 2023H1 出货 29.97 万台, 同增 280%+, 2023Q2 出 17.7 万台, 同环增 240%+/40%+, 主要系南非需求爆发; 展望未来, 2023Q3 南非市场入冬需求有所放缓, 2023Q4 随欧洲去库完成+新市场逐步起量, 我们预计储能需求持续改善。
- **电池环比高增、拓品类强布局打造新增长点。** 2023H1 储能电池实现营收/出货为 4.4 亿元/0.3GWh, 其中我们预计 2023Q2 营收/出货约 2.4 亿元/0.16GWh, 均环增 20%+; 同时公司立足户储基础上逐步拓展工商储产品, 工商储进度居同业前列, 2023 年实现规模化放量, 此外公司也在开发 100KW 工商储 PCS、500MW 大储 PCS、2MW 集装箱等新品, 将持续打造业绩新增长点。
- **对冲退货后 2023Q2 微逆出货大幅下滑、长期高增可期。** 2023H1 公司微逆出货 24 万台, 同增 19%, 其中 2023Q2 出货 1 万台, 同环比下滑超 90%, 主要系继电器事件影响存在销售退货, 公司冲减收入 1.2 亿元, 预估约 13-14 万台, 8 月初公司已完成外置继电器方案认证, 解决方案已获德国相关部门认可, 同时 9 月将推出符合 IRA 的微逆新品抢占美国市场, 公司后续微逆出货有望逐步修复。
- **组串环比略降、热交换器环比高增。** 2023H1 组串出货 12 万台, 同增 6%, 其中 2023Q2 出货 5.3 万台, 同环比-34%/-22%; 2023H1 热交换器/除湿机实现营收 9.05/3.44 亿元, 同比持平/增长 20%+, 其中热交换器 2023Q2 环增明显。
- **投资建议:** 考虑欧洲库存压力+南非冬季需求放缓+继电器事件影响部分出货, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 24.0/33.6/45.2 亿元 (2023-2025 年前值为 27.8/47/66.7 亿元), 同增 58%/40%/34%, 基于公司行业领先地位, 给予 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价 140 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	92.21
一年最低/最高价	86.22/456.03
市净率(倍)	8.28
流通 A 股市值(百万元)	13,483.69
总市值(百万元)	39,657.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.14
资产负债率(% ,LF)	54.53
总股本(百万股)	430.08
流通 A 股(百万股)	146.23

相关研究

《德业股份(605117): 德业股份 2023Q2 预告点评: 南非需求高增, 业绩超预期! 新产品新市场加速成长》

2023-07-11

《德业股份(605117): 2023Q1 业绩点评: 超额盈利能力突出, 储能高增助力高成长!》

2023-04-28

图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 48.94 亿元, 同比+106.21% (亿元, %)	4
图 2:	2023H1 归母净利润 12.64 亿元, 同比+180.50% (亿元, %)	4
图 3:	2023Q2 营业收入 28.09 亿元, 同比+83.34%, 环比+34.74% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 6.75 亿元, 同比+111.96%, 环比+14.60% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、净利率分别为 41.76%、25.82% (%)	5
图 6:	2023Q2 毛利率、净利率分别为 40.79%、24.02% (%)	5
图 7:	2023H1 期间费用 3.52 亿元, 同比+183.75% (亿元, %)	6
图 8:	2023Q2 期间费用 0.97 亿元, 同比+63.55%, 环比-62.07% (亿元, %)	6
图 9:	2023H1 期间费用率 7.19%, 同比+1.97pct (%)	7
图 10:	2023Q2 期间费用率 3.45%, 同比-0.42pct, 环比-8.79pct (%)	7
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 10.01 亿元, 同比+86.32%, 环比+34.40% (亿元, %)	7
图 12:	2023Q2 期末合同负债 2.52 亿元, 同比+75.93%, 环比-43.47% (亿元, %)	7
图 13:	2023Q2 期末存货 9.05 亿元, 同比+43.07%, 环比-6.98% (亿元, %)	8
图 14:	2023Q2 期末应收账款 6.55 亿元, 同比+61.13%, 环比-22.90% (亿元, %)	8
表 1:	2023H1 收入 48.94 亿元, 同比增长 106.21%; 归母净利润 12.64 亿元, 同比增长 180.50% (单位: 亿元)	3

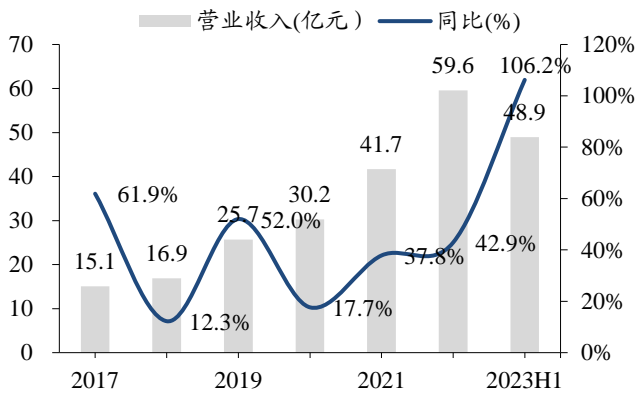
事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 48.94 亿元, 同比增长 106.21%; 实现利润总额 14.72 亿元, 同比增长 182.32%; 实现归属母公司净利润 12.64 亿元, 同比增长 180.50%; 实现扣非归母净利润 13.87 亿元, 同比增长 215.67%。2023H1 毛利率为 41.76%, 同比上升 14.33pct, 2023H1 归母净利率为 25.82%, 同比上升 6.84pct; 2023H1 扣非归母净利率 28.34%, 同比上升 9.83pct。2023Q2 实现营业收入 28.09 亿元, 同比增长 83.34%, 环比增长 34.74%; 实现利润总额 7.77 亿元, 同比增长 108.83%, 环比增长 11.86%; 实现归属母公司净利润 6.75 亿元, 同比增长 111.96%, 环比增长 14.60%; 实现扣非归母净利润 8.62 亿元, 同比增长 170.17%, 环比增长 64.37%。2023Q2 毛利率为 40.79%, 同比上升 11.66pct, 环比下降 2.26pct; 2023Q2 归母净利率为 24.02%, 同比上升 3.24pct, 环比下降 4.22pct; 2023Q2 扣非归母净利率 30.70%, 同比上升 9.87pct, 环比上升 5.53pct。

表1: 2023H1 收入 48.94 亿元, 同比增长 106.21%; 归母净利润 12.64 亿元, 同比增长 180.50% (单位: 亿元)

德业股份	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	48.94	23.73	106.21%	28.09	15.32	83.34%	20.85	34.74%
营业成本	28.50	17.22	65.51%	16.63	10.86	53.17%	11.87	40.09%
毛利率	41.8%	27.4%	+14.33pct	40.8%	29.1%	+11.66pct	43.1%	-2.26pct
营业利润	14.73	5.21	182.67%	7.78	3.73	108.94%	6.95	12.01%
利润总额	14.72	5.21	182.32%	7.77	3.72	108.83%	6.95	11.86%
归属母公司净利润	12.64	4.50	180.50%	6.75	3.18	111.96%	5.89	14.60%
扣非归母净利润	13.87	4.39	215.67%	8.62	3.19	170.17%	5.25	64.37%
归母净利率	25.8%	19.0%	+6.84pct	24.0%	20.8%	+3.24pct	28.2%	-4.22pct
扣非归母净利率	28.3%	18.5%	+9.83pct	30.7%	20.8%	+9.87pct	25.2%	+5.53pct
股本	4.30	2.39	-	4.30	2.39	-	2.39	-

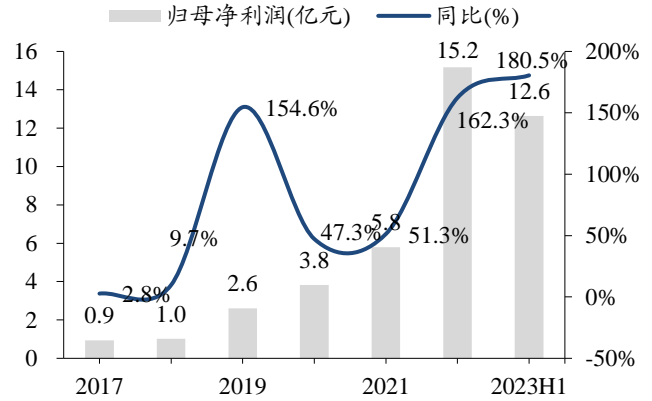
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 48.94 亿元, 同比+106.21% (亿元, %)



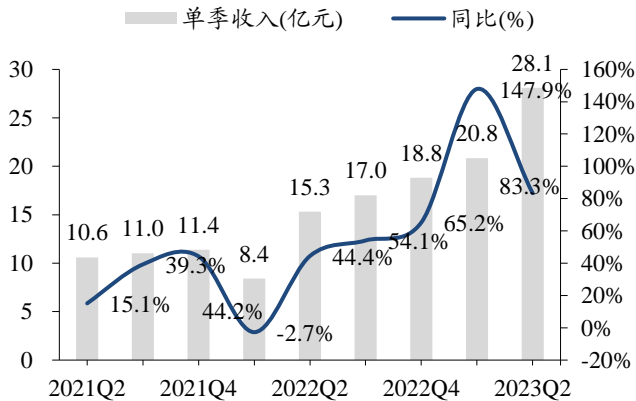
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 12.64 亿元, 同比+180.50% (亿元, %)



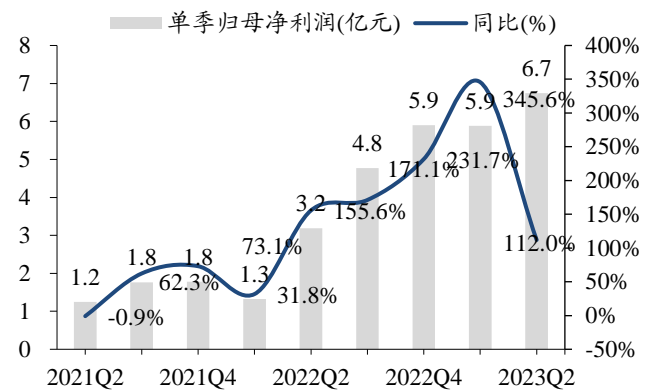
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 28.09 亿元, 同比+83.34%, 环比+34.74% (亿元, %)



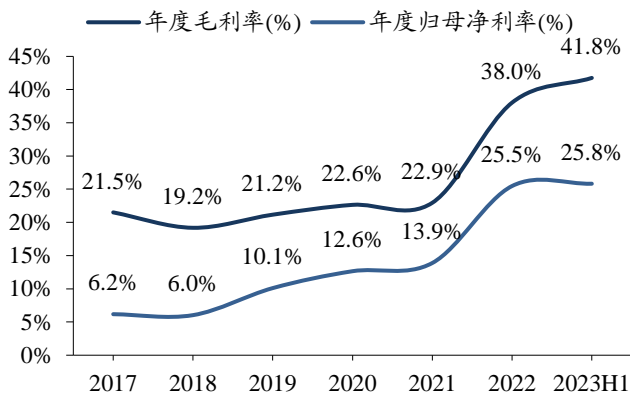
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 6.75 亿元, 同比+111.96%, 环比+14.60% (亿元, %)



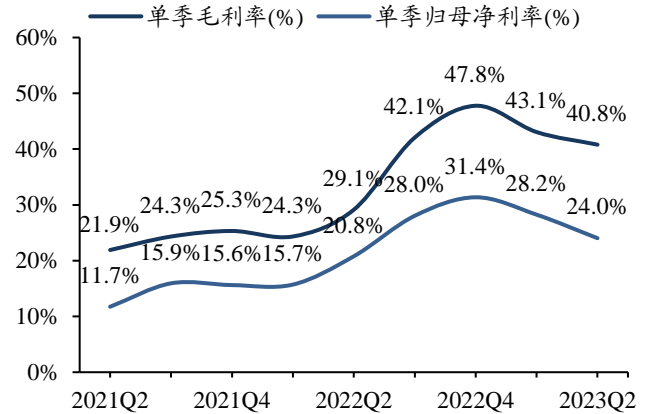
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 41.76%、25.82% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 40.79%、24.02% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

受益南非爆发出货环比高增、新市场逐步起量贡献新增量。2023H1 逆变器营收 31.4 亿元, 出货 66 万台, 同增 60%+, 2023Q2 营收 16.9 亿元, 出货 24 万台, 同环比-18%/-43% (主要受微逆退货冲销影响), 2023Q2 毛利率较为稳定维持 50%+: 其中储能逆变器 2023H1 出货 29.97 万台, 同增 280%+, 2023Q2 出 17.7 万台, 同环增 240%+/40%+, 主要系南非需求爆发; 展望未来, 2023Q3 南非市场入冬需求有所放缓, 2023Q4 随欧洲去库完成+新市场逐步起量, 我们预计储能需求持续改善。

电池环比高增、拓品类强布局打造新增长点。2023H1 储能电池实现营收/出货为 4.4 亿元/0.3GWh, 其中我们预计 2023Q2 营收/出货约 2.4 亿元/0.16GWh, 均环增 20%+; 同时公司立足户储基础上逐步拓展工商储产品, 工商储进度居同业前列, 2023 年实现规模化放量, 此外公司也在开发 100KW 工商储 PCS、500MW 大储 PCS、2MW 集装箱等新品, 将持续打造业绩新增长点。

对冲退货后 2023Q2 微逆出货大幅下滑、长期高增可期。2023H1 公司微逆出货 24 万台, 同增 19%, 其中 2023Q2 出货 1 万台, 同环比下滑超 90%, 主要系继电器事件影响存在销售退货, 公司冲减收入 1.2 亿元, 预估约 13-14 万台, 8 月初公司已完成外置继电器方案认证, 解决方案已获德国相关部门认可, 同时 9 月将推出符合 IRA 的微逆新品抢占美国市场, 公司后续微逆出货有望逐步修复。

组串环比略降、热交换器环比高增。2023H1 组串出货 12 万台, 同增 6%, 其中 2023Q2 出货 5.3 万台, 同环比-34%/-22%; 2023H1 热交换器/除湿机实现营收 9.05/3.44 亿元, 同比持平/增长 20%+, 其中热交换器 2023Q2 环增明显。

期间费率环降显著、现金流同比改善。2023Q2 期间费率 3.4%, 环降 8.8pct, 主要系财务费率环降 8.2pct; 2023H1 经营性净现金流为 17.5 亿元, 同增 300%+, 主要系公

司加强应收款催收力度；2023Q2 末合同负债/存货分别为 2.52/9.05 亿元，较 2023 年年初增长 31%/5%。

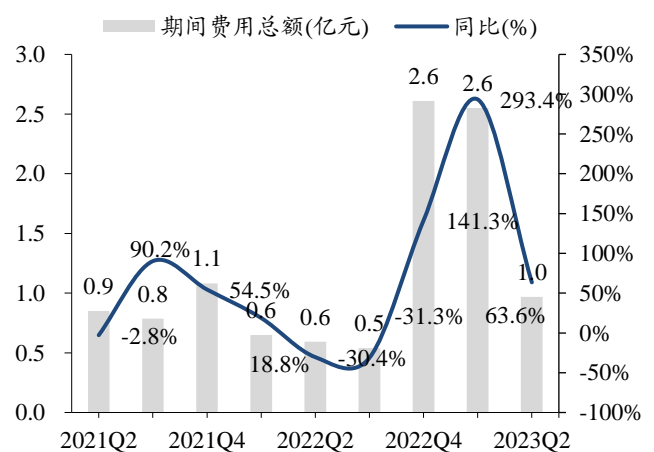
财务费用率下降，研发费用不断提升。公司 2023H1 期间费用合计 3.52 亿元，同比增长 183.75%；期间费用率为 7.19%，同比增长 1.97pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 138.73%、上升 124.11%、上升 219.89%、下降 137.46%至 1.48 亿元、1.1 亿元、2.45 亿元、-1.52 亿元；费用率分别上升 0.41、上升 0.18、上升 1.78、下降 0.41 个百分点至 3.03%、2.26%、5.01%、-3.10%。公司 2023Q2 期间费用合计 0.97 亿元，同比增长 63.55%，环比下降 62.07%；期间费用率为 3.45%，同比下降 0.42pct，环比下降 8.79pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 130.54%、上升 59.94%、上升 161.38%、下降 180.03%至 1.02 亿元、0.5 亿元、1.3 亿元、-1.85 亿元；费用率分别同比上升 0.74、下降 0.26、上升 1.38、下降 2.27 个百分点至 3.62%、1.79%、4.61%、-6.59%。

图7: 2023H1 期间费用 3.52 亿元，同比+183.75% (亿元, %)



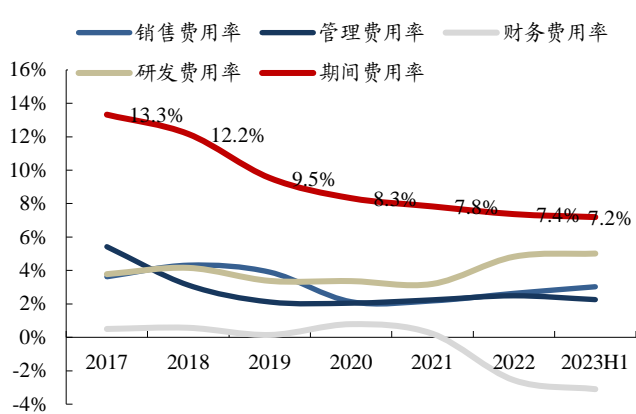
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 0.97 亿元，同比+63.55%，环比-62.07% (亿元, %)



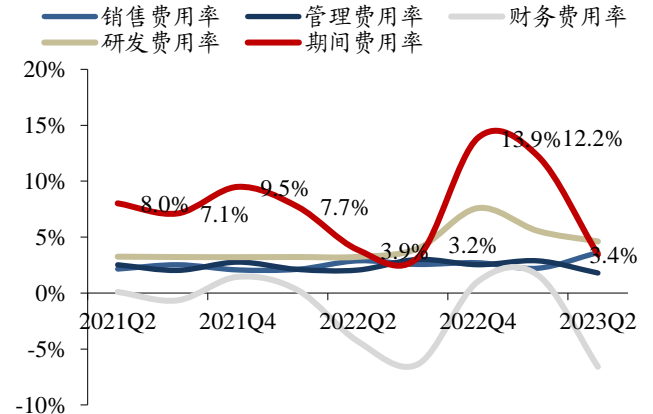
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 7.19%，同比+1.97pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

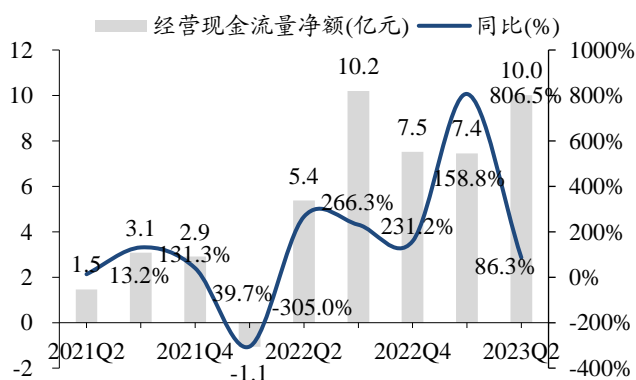
图10: 2023Q2 期间费用率 3.45%，同比-0.42pct, 环比-8.79pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

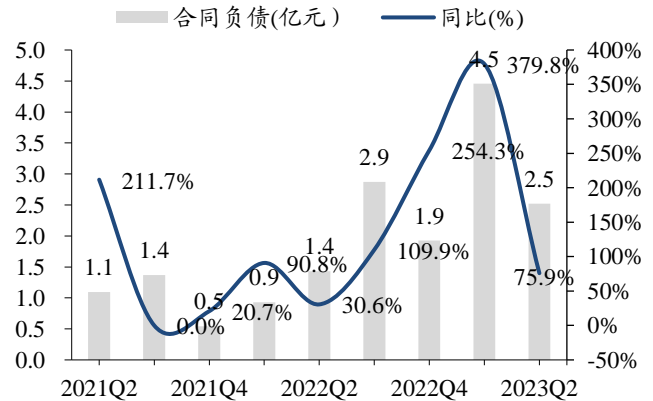
现金流同比大幅流入，存货同比增长。 2023H1 经营活动现金流量净流入 17.46 亿元，同比增长 304.25%。销售商品取得现金 41.51 亿元，同比增长 170.75%。期末合同负债 2.52 亿元，同比增长 75.93%。期末应收账款 6.55 亿元，同比增长 61.13%。应收账款周转天数同比下降 3.36 天至 22.3 天。期末存货 9.05 亿元，同比上升 43.07%。存货周转天数同比下降 0.98 天至 55.91 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 10.01 亿元，同比增长 86.32%，环比增长 34.40%。销售商品取得现金 25.05 亿元，同比增长 147.21%，环比增长 52.24%。期末合同负债 2.52 亿元，同比增长 75.93%，环比下降 43.47%。期末应收账款 6.55 亿元，同比增长 61.13%，环比下降 22.90%。应收账款周转天数同比下降 3.36 天至 22.3 天。期末存货 9.05 亿元，同比上升 43.07%，环比下降 6.98%。存货周转天数同比下降 0.98 天至 55.91 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 10.01 亿元，同比+86.32%，环比+34.40% (亿元，%)



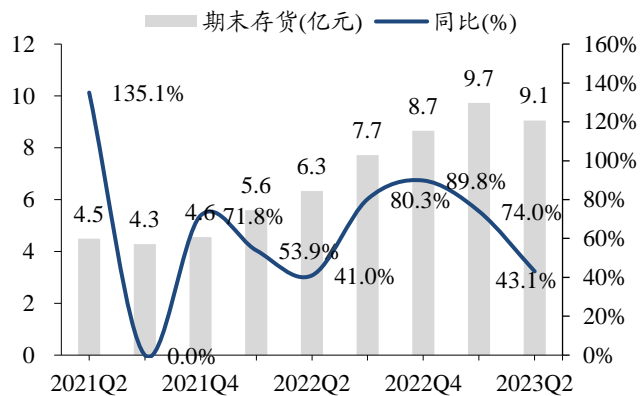
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 2.52 亿元，同比+75.93%，环比-43.47% (亿元，%)



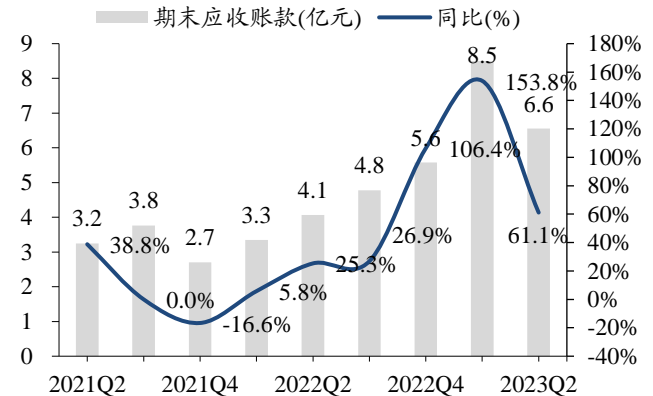
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 9.05 亿元, 同比+43.07%, 环比-6.98% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 6.55 亿元, 同比+61.13%, 环比-22.90% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议: 考虑欧洲库存压力+南非冬季需求放缓+继电器事件影响部分出货, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 24.0/33.6/45.2 亿元 (2023-2025 年前值为 27.8/47/66.7 亿元), 同增 58%/40%/34%, 基于公司行业领先地位, 给予 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价 140 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧、政策不及预期等。

德业股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,760	8,868	14,075	20,317	营业总收入	5,956	10,455	14,862	20,803
货币资金及交易性金融资产	3,422	3,362	5,762	9,448	营业成本(含金融类)	3,690	6,562	9,448	13,609
经营性应收款项	671	955	1,516	2,025	税金及附加	23	42	59	83
存货	865	1,155	1,967	2,708	销售费用	157	303	401	520
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	230	312	416
其他流动资产	1,802	3,396	4,830	6,136	研发费用	287	502	699	936
非流动资产	1,747	2,232	2,707	3,125	财务费用	(153)	(199)	22	9
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	24	94	104	104
固定资产及使用权资产	1,036	1,170	1,343	1,538	投资净收益	(11)	17	16	21
在建工程	463	770	1,016	1,213	公允价值变动	(33)	(200)	(30)	0
无形资产	147	174	201	228	减值损失	(28)	(100)	(45)	(29)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	3	0
长期待摊费用	59	75	104	103	营业利润	1,756	2,827	3,969	5,325
其他非流动资产	43	43	43	43	营业外净收支	(2)	2	1	1
资产总计	8,507	11,100	16,781	23,442	利润总额	1,754	2,829	3,970	5,326
流动负债	3,852	4,040	6,347	8,480	减:所得税	231	424	595	799
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,281	472	522	622	净利润	1,523	2,405	3,374	4,527
经营性应付款项	2,091	2,932	4,787	6,488	减:少数股东损益	6	5	10	11
合同负债	192	227	409	530	归属母公司净利润	1,517	2,400	3,364	4,516
其他流动负债	288	410	629	840	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.53	5.58	7.82	10.50
非流动负债	566	566	566	566	EBIT	1,646	2,816	3,943	5,239
长期借款	530	530	530	530	EBITDA	1,716	2,932	4,083	5,405
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.03	37.23	36.43	34.58
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	25.48	22.96	22.64	21.71
其他非流动负债	33	33	33	33	收入增长率(%)	42.89	75.55	42.15	39.97
负债合计	4,418	4,606	6,912	9,046	归母净利润增长率(%)	162.28	58.16	40.19	34.23
归属母公司股东权益	4,063	6,462	9,827	14,343					
少数股东权益	27	32	42	53					
所有者权益合计	4,090	6,495	9,869	14,396					
负债和股东权益	8,507	11,100	16,781	23,442					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,204	1,588	3,014	4,190	每股净资产(元)	17.00	27.05	41.13	60.03
投资活动现金流	(3,218)	(581)	(624)	(562)	最新发行在外股份(百万股)	430	430	430	430
筹资活动现金流	1,593	(867)	11	58	ROIC(%)	33.41	35.71	36.39	33.64
现金净增加额	669	140	2,400	3,686	ROE-摊薄(%)	37.35	37.14	34.24	31.49
折旧和摊销	70	116	140	166	资产负债率(%)	51.93	41.49	41.19	38.59
资本开支	(804)	(581)	(581)	(584)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.14	16.52	11.79	8.78
营运资本变动	552	202	619	542	P/B(现价)	5.42	3.41	2.24	1.54

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)),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>