

公司研究

微逆、储能业务高速增长，业绩再超预期

——德业股份（605117.SH）2022年半年度报告点评

要点

事件：公司发布2022年半年度报告，2022H1实现营业收入23.73亿元，同比+23.26%；实现归母净利润4.5亿元，同比+100.41%，超出了此前业绩预告公告中3.6-4.2亿元的归母净利润区间。其中2022Q2实现营业收入15.32亿元，同比+44.44%；实现归母净利润3.18亿元，同比+155.62%。

点评：

逆变器业务高速发展，已成为公司第一大业务板块。2022H1，公司逆变器业务实现营业收入11.5亿元，较上年同期+198.42%，占公司总营业收入比重提升至48.91%，已成为公司第一大业务板块。其中微型并网逆变器销售收入较上年同期+462.02%，储能逆变器销售收入较上年同期+241.63%，组串式并网逆变器销售收入较上年+91.1%；公司逆变器产品共销售39.34万台，其中微型并网逆变器20.09万台，储能逆变器7.85万台，组串式并网逆变器11.4万台。

逆变器占比提升+汇率因素影响，公司毛利率大幅提升：2022H1，公司毛利率达27.43%，较上年同期+6.67pct。一方面，毛利率较高的逆变器业务占比提升，毛利率较低的换热器业务占比下降；另一方面，公司外销收入主要以美元、欧元作为主要结算货币，而公司财务报表的记账本位币为人民币，由于Q2人民币贬值的因素，拉高了公司出口业务的毛利率。

微逆出货超预期，储能业务持续景气：2022H1，公司实现微型并网逆变器销售20.09万台，其中，2022Q1微型并网逆变器销量为4万台，即2022Q2微型并网逆变器销量达16万台，较Q1增长300%，大幅超出市场预期。在储能方面，储能逆变器新增单相低压16KW系列、三相高压15KW系列和三相高压50KW系列产品。在逆变器业务中，公司深耕原有市场，提升市占率，同时不断开拓新兴市场，在微逆和储能市场快速增长的过程中，公司将充分受益。

盈利预测、估值与评级：由于公司微逆业务出货超预期、全球储能市场快速增长，我们上调公司22-24年盈利预测，净利润分别为11.9/18.2/26.0亿元（上调20%/14%/14%），当前股价对应22-24年PE分别为75/49/34倍。公司户用储能逆变器、微型逆变器业务持续高速增长，维持“买入”评级。

风险提示：光储装机不及预期风险；原材料价格波动风险；户用逆变器市场竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,024	4,168	6,044	8,565	11,750
营业收入增长率	17.65%	37.85%	45.00%	41.72%	37.19%
净利润（百万元）	382	579	1,190	1,824	2,601
净利润增长率	47.26%	51.28%	105.71%	53.28%	42.57%
EPS（元）	2.99	3.39	4.98	7.63	10.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	44.10%	21.91%	32.83%	36.28%	37.24%
P/E	125	110	75	49	34
P/B	55.2	24.2	24.6	17.8	12.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-17；公司于2021年4月上市，股本由1.28亿股增加为1.71亿股；公司于2022-05-27转增，股本由1.71亿股增加为2.39亿股

买入（维持）

当前价：374.00元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

联系人：和霖

021-52523853

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.39
总市值(亿元)	893.60
一年最低/最高(元)	118.03/388.50
近3月换手率	63.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.78	45.23	133.28
绝对	17.01	112.19	208.64

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,024	4,168	6,044	8,565	11,750
营业成本	2,339	3,211	4,280	5,902	7,945
折旧和摊销	30	36	67	83	98
税金及附加	11	12	17	25	34
销售费用	64	91	157	223	306
管理费用	62	93	118	167	229
研发费用	102	133	193	274	376
财务费用	24	9	-18	-28	-43
投资收益	10	16	16	16	16
营业利润	431	657	1,349	2,069	2,952
利润总额	437	657	1,353	2,073	2,956
所得税	54	79	162	249	355
净利润	382	579	1,190	1,824	2,601
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	382	579	1,190	1,824	2,601
EPS(元)	2.99	3.39	4.98	7.63	10.88

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	454	797	1,169	1,902	2,723
净利润	382	579	1,190	1,824	2,601
折旧摊销	30	36	67	83	98
净营运资金增加	65	-57	366	389	471
其他	-24	239	-454	-394	-447
投资活动产生现金流	-233	-923	-114	-309	-284
净资本支出	-83	-602	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-150	-322	136	-59	-34
融资活动现金流	-103	1,181	-162	-360	-560
股本变化	0	43	68	0	0
债务净变化	-36	-7	0	0	0
无息负债变化	180	482	367	632	797
净现金流	101	1,033	893	1,233	1,879

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	22.6%	22.9%	29.2%	31.1%	32.4%
EBITDA 率	16.6%	16.7%	22.6%	24.3%	25.5%
EBIT 率	15.2%	15.4%	21.5%	23.4%	24.7%
税前净利润率	14.4%	15.8%	22.4%	24.2%	25.2%
归母净利润率	12.6%	13.9%	19.7%	21.3%	22.1%
ROA	22.8%	14.7%	22.6%	25.0%	25.8%
ROE (摊薄)	44.1%	21.9%	32.8%	36.3%	37.2%
经营性 ROIC	53.8%	46.3%	62.3%	73.3%	84.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	48%	33%	31%	31%	31%
流动比率	1.66	2.41	2.58	2.69	2.87
速动比率	1.32	2.05	2.19	2.30	2.48
归母权益/有息债务	86.73	790.02	1084.86	1504.65	2089.63
有形资产/有息债务	157.69	1141.27	1531.53	2126.40	2936.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,676	3,924	5,276	7,311	10,062
货币资金	522	1,658	2,551	3,784	5,663
交易性金融资产	155	516	336	361	379
应收账款	324	270	392	555	762
应收票据	0	6	8	12	16
其他应收款 (合计)	13	29	59	107	146
存货	265	456	609	842	1,135
其他流动资产	12	48	107	186	286
流动资产合计	1,300	2,997	4,080	5,872	8,422
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	262	284	422	543	646
在建工程	9	505	484	468	456
无形资产	62	81	129	176	222
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	28	64	64	64
非流动资产合计	376	926	1,196	1,438	1,640
总负债	808	1,283	1,650	2,282	3,079
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	329	604	805	1,110	1,495
应付票据	289	446	595	820	1,105
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债合计	785	1,242	1,584	2,182	2,937
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	36	61	94	136
非流动负债合计	23	42	66	100	142
股东权益	867	2,640	3,626	5,028	6,983
股本	128	171	239	239	239
公积金	150	1,457	1,422	1,422	1,422
未分配利润	589	1,013	1,964	3,367	5,322
归属母公司权益	867	2,640	3,626	5,028	6,983
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.13%	2.18%	2.60%	2.60%	2.60%
管理费用率	2.04%	2.24%	1.95%	1.95%	1.95%
财务费用率	0.79%	0.21%	-0.29%	-0.32%	-0.37%
研发费用率	3.36%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.80	1.20	1.76	2.70	3.85
每股经营现金流	3.54	4.67	4.89	7.96	11.40
每股净资产	6.78	15.47	15.17	21.05	29.23
每股销售收入	23.62	24.42	25.29	35.85	49.18

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	125	110	75	49	34
PB	55.2	24.2	24.6	17.8	12.8
EV/EBITDA	97.8	91.9	64.2	41.6	28.5
股息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE