

德业股份 (605117)

2022 年三季报点评: 储能+微逆双轮高速增长, 盈利能力持续提升

买入 (维持)

2022 年 10 月 30 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

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,168	6,281	10,250	16,816
同比	38%	51%	63%	64%
归属母公司净利润 (百万元)	579	1,430	2,671	4,287
同比	51%	147%	87%	60%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.42	5.99	11.18	17.94
P/E (现价&最新股本摊薄)	145.37	58.80	31.49	19.62

#产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司 2022Q1-3 收入 40.73 亿元, 同增 34%; 归母 9.27 亿元, 同增 131%, 其中 2022Q3 收入 17 亿元, 同环增 54%/11%; 归母 4.77 亿元, 同环增 171%/50%。2022Q1-3 毛利率 33.5%, 同增 11pct, 2022Q3 毛利率 42.1%, 同环增 18pct/13pct。2022Q1-3 归母净利率为 22.8%, 同增 10pct, 2022Q3 归母净利率 28.0%, 同环增 12pct/7pct, 主要系汇率影响 (提升 2-3pct)+采购与技术降本+高毛利的储能占比提升所致, 业绩处于预告中值水平。
- **微逆出货环比高增, 欧洲逐步起量:** 2022Q1-3 微逆出货 44.6 万台, 其中 2022Q3 出货 24.5 万台, 超上半年总量, 环增 50%+, 其中欧洲市场开始逐步起量, 德国出货占比达 15%, 环比提升 4pct, 主要以一拖一、一拖二为主, 导致平均单台功率略有下降。盈利方面, 2022Q3 微逆毛利率达 40.4%, 环比提升 4.2pct, 主要系汇率波动+成本下降, 全年看公司微逆开始进军美国市场, 全年我们预计出货 70 万台, 同比 6-7 倍增长, 2023 年预计实现翻倍增长。
- **储能出货环比翻倍增长, 电池逐步放量:** 2022Q1-3 储能出货 18.83 万台, 其中 2022Q3 出货 11 万台, 环比翻倍以上增长。分市场看, 南非增长较快, 占比达 36%, 环比提升 11pct, 其次美国、黎巴嫩分别占比 17%、10%, 环比略降 2-3pct; 盈利方面, 受益于汇率及成本下降, 2022Q3 毛利率环比提升 2.7pct 达 48.6%, 全年我们预计公司储能出货 30 万台, 同比 3-4 倍增长, 2023 年我们预计实现翻倍以上增长; 储能电池方面开始逐步放量, 目前已销 8000-9000 万元, 同时高压电池已完成研发, 开始逐步销售, 未来储能电池放量也将增厚公司业绩。
- **传统业务略有下滑, 汇率对经营基本无影响:** 2022Q3 公司财务费用与公允价值变动损益基本对冲, 汇率波动对经营无明显影响。2022Q1-3 实现组串出货 18.17 万台, 其中 2022Q3 出货 6.77 万台, 出货基本平稳, 主要系产能资源倾斜于增速及盈利更高的储能与微逆业务, 2022Q3 毛利率环比提升 1.1pct 至 38%, 全年我们预计实现出货 25 万台, 同比略增; 除湿机与热交换器营收盈利均有所下滑, 利润贡献占比已不足 15%, 传统业务逐渐边缘, 除湿机业务预计未来维持 20-30%增速, 公司发展重心逐渐集中于逆变器业务。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司微逆出货高增, 储能业务放量, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年盈利 14.3/26.7/42.9 亿元, 同增 147%/87%/60%。基于微逆及储能景气度高, 我们给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 558 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	352.00
一年最低/最高价	173.50/456.03
市净率(倍)	24.70
流通 A 股市值(百万元)	28,595.71
总市值(百万元)	84,104.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.25
资产负债率(% ,LF)	54.21
总股本(百万股)	238.93
流通 A 股(百万股)	81.24

相关研究

《德业股份(605117): 2022Q3 业绩预告点评: 储能+微逆双轮高速增长, 盈利超市场预期》

2022-10-17

《德业股份(605117): 德业股份 2022 年中报点评: 储能及微逆高速增长, 出货盈利超市场预期》

2022-08-18

图表目录

图 1:	2022Q1-3 收入 40.73 亿元, 同比+34.49% (亿元, %)	3
图 2:	2022Q1-3 归母净利润 9.27 亿元, 同比+131.45% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q3 收入 17 亿元, 同比+54.08% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q3 归母净利润 4.77 亿元, 同比+171.12% (亿元, %)	4
图 5:	微逆出货季度分布 (万台)	4
图 6:	微逆营收及毛利率季度分布 (亿元, %)	4
图 7:	储能逆变器出货季度分布 (万台)	5
图 8:	储能逆变器营收及毛利率季度分布 (亿元, %)	5
图 9:	组串逆变器出货季度分布 (万台)	5
图 10:	除湿机营收及毛利率季度分布 (亿元, %)	5
图 11:	2022Q1-3 期间费用 1.78 亿元, 同比+49.54% (亿元, %)	6
图 12:	2022Q3 期间费用率 3.48%, 同比-4.23pct (%)	6
图 13:	2022Q3 现金净流入 10.19 亿元, 同比+230.84% (亿元, %)	6
图 14:	2022Q3 期末应收账款 4.78 亿元, 较期初增长 2.08 亿元 (亿元)	6

表 1:	2022Q1-3 收入 40.73 亿元, 同比增长 34.49%; 盈利 9.27 亿元, 同比增长 131.45% (单位: 亿元)	3
------	--	---

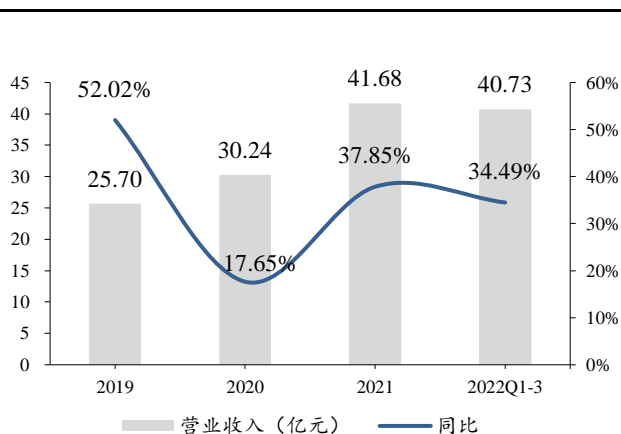
事件：公司发布 2022 年三季度报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 40.73 亿元，同比增长 34.49%；实现归属母公司净利润 9.27 亿元，同比增长 131.45%。其中 2022Q3，实现营业收入 17 亿元，同比增长 54.08%，环比增长 10.99%；实现归属母公司净利润 4.77 亿元，同比增长 171.12%，环比增长 49.76%。2022Q1-3 毛利率为 33.54%，同比上升 11.48pct，2022Q3 毛利率 42.06%，同比上升 17.74pct，环比上升 12.94pct；2022Q1-3 归母净利率为 22.76%，同比上升 9.54pct，2022Q3 归母净利率 28.04%，同比上升 12.10pct，环比上升 7.26pct，主要系汇率影响（提升 2-3pct）+采购与技术降本+高毛利的储能占比提升所致，业绩处于预告中值水平。

表1：2022Q1-3 收入 40.73 亿元，同比增长 34.49%；盈利 9.27 亿元，同比增长 131.45%（单位：亿元）

德业股份	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	40.73	30.29	34.5%	17.00	11.04	54.1%	15.32	11.0%
毛利率	33.5%	22.1%	11.5pct	42.1%	24.3%	17.7pct	29.1%	12.9pct
营业利润	10.86	4.57	137.5%	5.64	2.00	181.6%	3.73	51.5%
利润总额	10.85	4.57	137.4%	5.64	2.01	181.2%	3.72	51.5%
归属母公司净利润	9.27	4.01	131.4%	4.77	1.76	171.1%	3.18	49.8%
扣非归母净利润	9.92	3.77	163.3%	5.52	1.62	240.1%	3.19	73.1%
归母净利率	22.8%	13.2%	9.5pct	28.0%	15.9%	12.1pct	20.8%	7.3pct
股本（亿股）	2.39	1.71	-	2.39	1.71	-	2.39	-
EPS（元/股）	3.88	2.35	65.3%	2.00	1.03	93.7%	1.33	49.8%

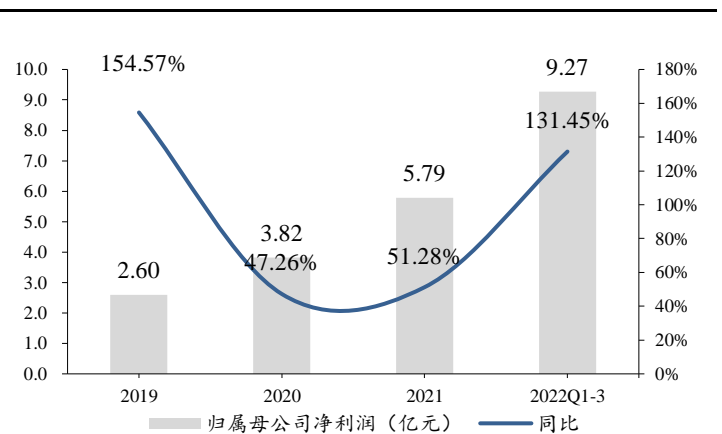
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022Q1-3 收入 40.73 亿元，同比+34.49%（亿元，%）



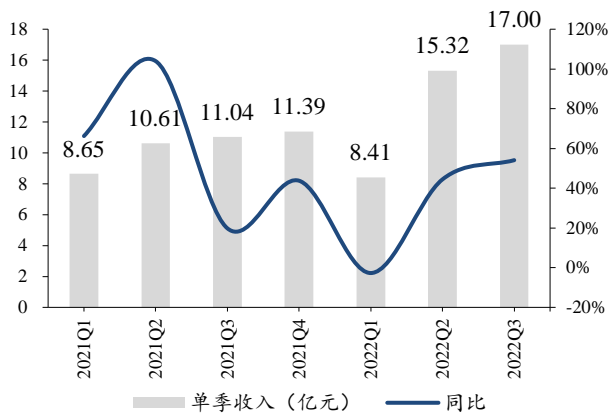
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022Q1-3 归母净利润 9.27 亿元，同比+131.45%（亿元，%）



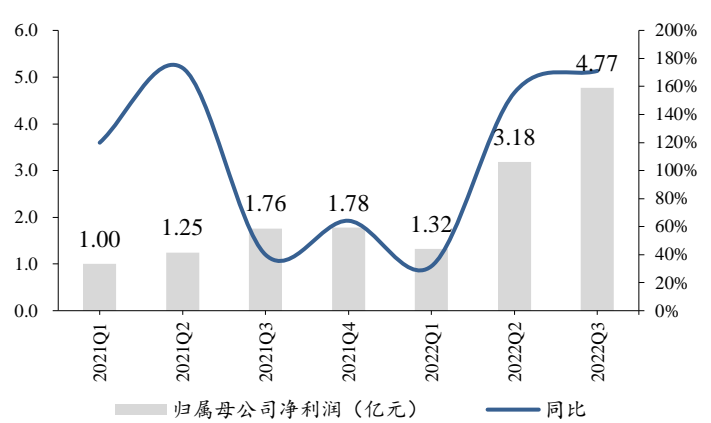
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 17 亿元, 同比+54.08% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

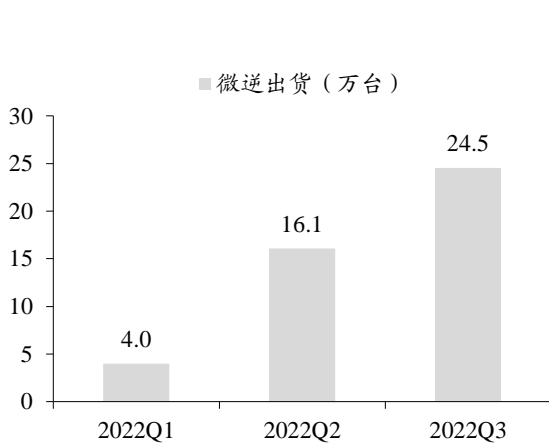
图4: 2022Q3 归母净利润 4.77 亿元, 同比+171.12% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

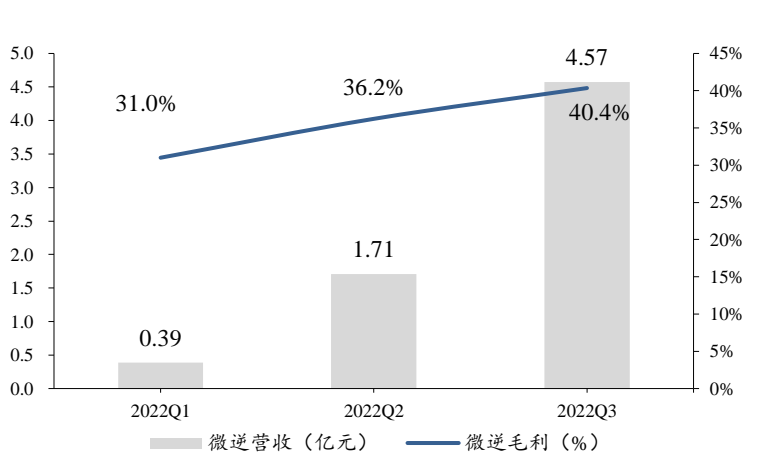
微逆出货环比高增, 欧洲逐步起量: 2022Q1-3 微逆出货 44.6 万台, 其中 2022Q3 出货 24.5 万台, 超上半年总量, 环增 50%+, 其中欧洲市场开始逐步起量, 德国出货占比达 15%, 环比提升 4pct, 主要以一拖一、一拖二为主, 导致平均单台功率略有下降。盈利方面, 2022Q3 微逆毛利率达 40.4%, 环比提升 4.2pct, 主要系汇率波动+成本下降, 全年看公司微逆开始进军美国市场, 全年我们预计出货 70 万台, 同比 6-7 倍增长, 2023 年预计实现翻倍增长。

图5: 微逆出货季度分布 (万台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 微逆营收及毛利率季度分布 (亿元, %)

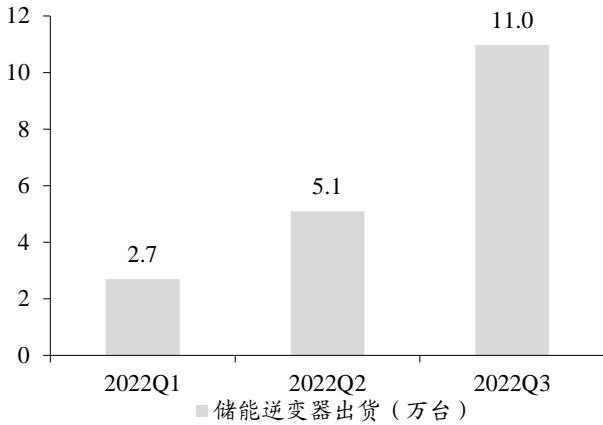


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

储能出货环比翻倍增长, 电池逐步放量: 2022Q1-3 储能出货 18.83 万台, 其中 2022Q3 出货 11 万台, 环比翻倍以上增长。分市场看, 南非增长较快, 占比达 36%, 环比提升 11pct, 其次美国、黎巴嫩分别占比 17%、10%, 环比略降 2-3pct; 盈利方面, 受益于汇

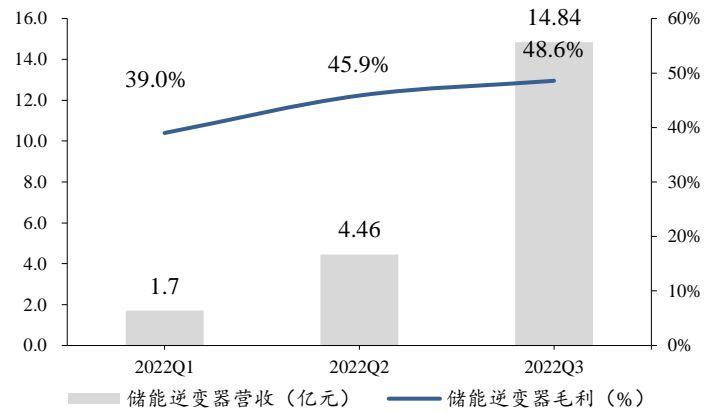
率及成本下降，2022Q3 毛利率环比提升 2.7pct 达 48.6%，全年我们预计公司储能出货 30 万台，同比 3-4 倍增长，2023 年我们预计实现翻倍以上增长；储能电池方面开始逐步放量，目前已销 8000-9000 万元，同时高压电池已完成研发，开始逐步销售，未来储能电池放量也将增厚公司业绩。

图7: 储能逆变器出货季度分布 (万台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

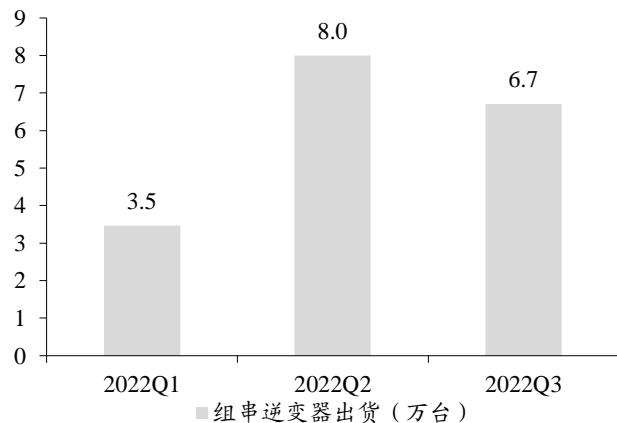
图8: 储能逆变器营收及毛利率季度分布 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

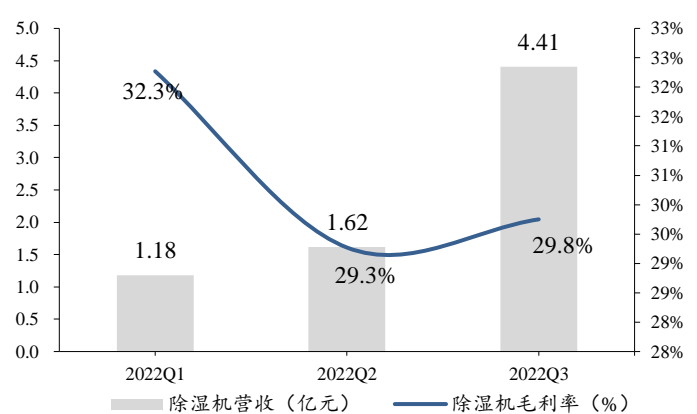
传统业务略有下滑, 汇率对经营基本无影响: 2022Q3 公司财务费用与公允价值变动损益基本对冲, 汇率波动对经营无明显影响。2022Q1-3 实现组串出货 18.17 万台, 其中 2022Q3 出货 6.77 万台, 出货基本平稳, 主要系产能资源倾斜于增速及盈利更高的储能与微逆业务, 2022Q3 毛利率环比提升 1.1pct 至 38%, 全年我们预计实现出货 25 万台, 同比略增; 除湿机与热交换器营收盈利均有所下滑, 利润贡献占比已不足 15%, 传统业务逐渐边缘, 除湿机业务预计未来维持 20-30%增速, 公司发展重心逐渐集中于逆变器业务。

图9: 组串逆变器出货季度分布 (万台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

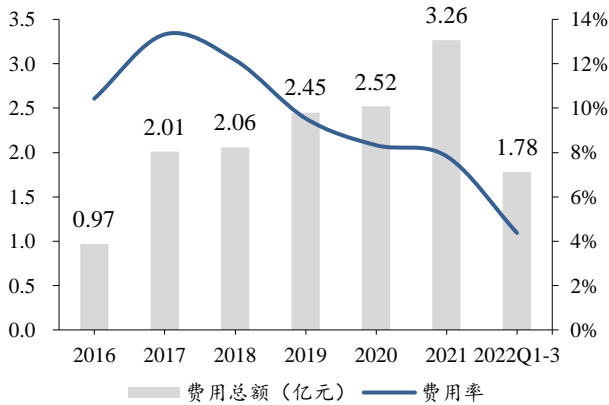
图10: 除湿机营收及毛利率季度分布 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

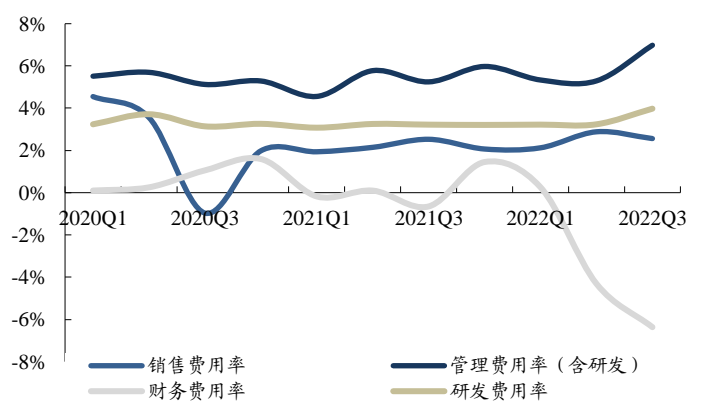
控费能力优秀，2022Q1-3 期间费用率同比下降：公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 49.54%至 1.78 亿元，期间费用率下降 2.84 个百分点至 4.37%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 56.64%、上升 54.28%、上升 49.32%、下降 2139.59%至 1.06 亿元、2.45 亿元、1.44 亿元、-1.72 亿元；费用率分别上升 0.37、上升 0.77、上升 0.35、下降 3.97 个百分点至 2.59%、6.01%、3.54%、-4.23%。2022Q3，销售、管理、研发、财务费用分别同比+56.17%/+128.34%/+90.30%/-1404.56%，费用率分别为 2.56%/3.00%/3.98%/-6.37%。

图 11：2022Q1-3 期间费用 1.78 亿元，同比+49.54% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

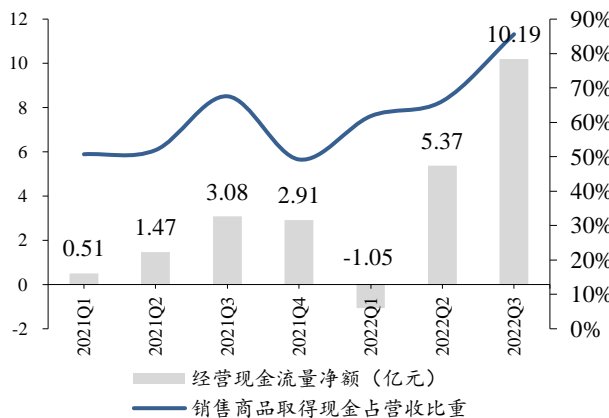
图 12：2022Q3 期间费用率 3.48%，同比-4.23pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

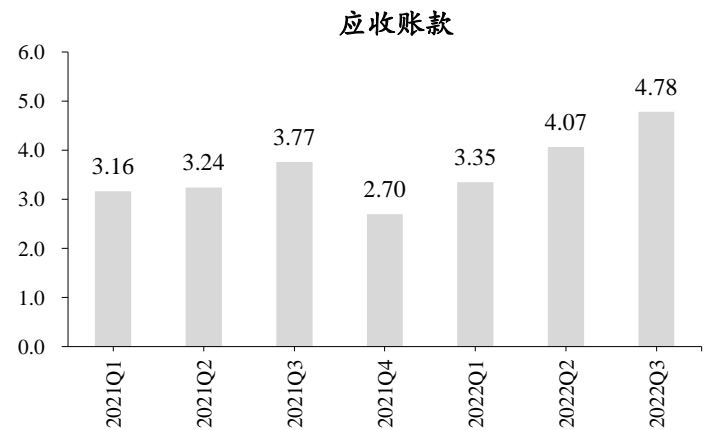
现金流转为净流入，盈利能力提升：公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 14.51 亿元，同比增长 186.90%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 10.19 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 29.89 亿元，同比增长 72.24%。期末合同负债 2.87 亿元，同比+109.91%。期末应收账款 4.78 亿元，较期初增长 2.08 亿元，应收账款周转天数下降 0.87 天至 24.79 天。期末存货 7.72 亿元，较期初上升 3.16 亿元；存货周转天数上升 20.81 天至 61.24 天。

图 13：2022Q3 现金净流入 10.19 亿元，同比+230.84% (亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：2022Q3 期末应收账款 4.78 亿元，较期初增长 2.08 亿元 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于公司微逆出货高增，储能业务放量，我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年盈利 14.3/26.7/42.9 亿元，同增 147%/87%/60%。基于微逆及储能景气度高，我们给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 558 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争超预期。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,997	4,535	7,582	12,709	营业总收入	4,168	6,281	10,250	16,816
货币资金及交易性金融资产	2,174	3,359	5,758	9,709	营业成本(含金融类)	3,211	4,183	6,467	10,510
经营性应收款项	310	568	836	1,455	税金及附加	12	16	31	50
存货	456	526	862	1,369	销售费用	91	157	195	471
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	195	328	504
其他流动资产	57	81	126	176	研发费用	133	188	287	504
非流动资产	926	1,445	1,938	2,411	财务费用	9	-134	-95	-7
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	11	13	31	59
固定资产及使用权资产	299	496	730	985	投资净收益	16	25	21	59
在建工程	505	804	1,043	1,235	公允价值变动	25	-70	-30	0
无形资产	81	109	137	165	减值损失	-14	-20	-25	-29
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	-1
长期待摊费用	17	11	3	2	营业利润	657	1,623	3,034	4,870
其他非流动资产	25	25	25	25	营业外净收支	1	2	1	1
资产总计	3,924	5,980	9,520	15,120	利润总额	657	1,625	3,035	4,871
流动负债	1,242	1,967	2,986	4,490	减:所得税	79	195	364	585
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	453	553	603	净利润	579	1,430	2,671	4,287
经营性应付款项	1,051	1,236	2,013	3,189	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	54	76	113	187	归属母公司净利润	579	1,430	2,671	4,287
其他流动负债	134	202	307	511	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	5.99	11.18	17.94
非流动负债	42	42	42	42	EBIT	623	1,542	2,943	4,775
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	678	1,602	3,027	4,886
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.95	33.40	36.91	37.50
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	13.88	22.77	26.06	25.49
其他非流动负债	31	31	31	31	收入增长率(%)	37.85	50.69	63.21	64.05
负债合计	1,283	2,009	3,028	4,532	归母净利润增长率(%)	51.28	147.23	86.74	60.48
归属母公司股东权益	2,640	3,971	6,492	10,588					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,640	3,971	6,492	10,588					
负债和股东权益	3,924	5,980	9,520	15,120					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	797	1,466	3,053	4,638	每股净资产(元)	15.47	16.62	27.17	44.31
投资活动现金流	-923	-1,052	-535	-525	最新发行在外股份(百万股)	239	239	239	239
筹资活动现金流	1,181	340	-69	-162	ROIC(%)	31.06	38.27	45.08	46.03
现金净增加额	1,033	755	2,449	3,951	ROE-摊薄(%)	21.91	36.02	41.15	40.48
折旧和摊销	54	60	84	111	资产负债率(%)	32.71	33.60	31.81	29.97
资本开支	-602	-583	-584	-585	P/E(现价&最新股本摊薄)	145.37	58.80	31.49	19.62
营运资本变动	164	-142	186	94	P/B(现价)	22.75	21.18	12.96	7.94

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

