

# 德业股份 (605117.SH)

## 储能微逆景气持续，三季度业绩再超预期

### 核心观点：

- **公司发布 2022 年三季报，业绩再超预期。**公司披露 2022 年三季度报告，22 年前三季度实现营业收入 40.73 亿元，同比+34.49%；实现归母净利润 9.27 亿元，同比+131.45%；其中 2022Q3 实现营收 17.00 亿元，同比+54.08%，环比+10.97%；实现归母净利润 4.77 亿元，同比+171.12%，环比+50.00%，公司营收和净利润强势增长，主要系逆变器营收比重从 23.21%提升至 60.42%，22Q1-Q3 公司逆变器业务实现营收 24.61 亿，同比+250.13%；实现净利 8.21 亿，同比+286.51%，利润占比也从 52.99%大幅提升至 88.46%。
- **成本控制表现优异，营运活力增强。**2022Q3 公司实现销售毛利率 42.06%，环比+12.93pct；实现销售净利率 28.13%，环比+7.41pct，盈利能力显著增强系高盈利业务逆变器份额上升和成本控制能力增强。同时，2022Q3 公司经营性现金流净流入为 10.19 亿元，同比增长 230.84%，与公司加强回款高度相关；2022Q3 公司应收账款回款天数为 24.79 天，同比下降 20.62%，进一步说明公司目前营运活力较强，有助于进行业务拓展。
- **拟融资扩厂逆变器等项目，为出货稳增长保驾护航。**近日，公司拟融资不超过 35 亿元，用以投建年产 25.5GW 组串/储能逆变器产能、年产 3GW 微逆产能和逆变器研发中心等项目，有望进一步完善产能和产品布局，提升公司产品市场竞争力，为出货稳增长保驾护航。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22-24 年 EPS 分别为 5.91/9.47/13.25 元/股，综合考虑行业空间、公司市场地位、行业估值，给予公司 23 年 45x PE，对应合理价值 425.94 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**光伏装机不及预期，汇率大幅波动，产业链价格大幅波动等风险。

### 盈利预测：

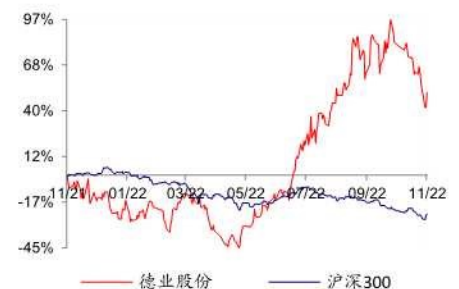
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,024	4,168	6,186	10,676	14,565
增长率 (%)	17.7	37.8	48.4	72.6	36.4
EBITDA (百万元)	490	678	1,633	2,602	3,602
归母净利润 (百万元)	382	579	1,413	2,262	3,166
增长率 (%)	47.3	51.3	144.3	60.0	40.0
EPS (元/股)	2.99	3.39	5.91	9.47	13.25
市盈率 (x)	-	80.76	58.93	36.82	26.30
ROE (%)	44.1	21.9	38.2	38.0	34.7
EV/EBITDA (x)	-	66.52	49.73	30.16	21.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	348.53 元
合理价值	425.94 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-02

### 相对市场表现



### 分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

### 分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jjchengwei@gf.com.cn

### 分析师：

曹瑞元



SAC 执证号：S0260521090002



021-38003752



caoruiyuan@gf.com.cn

请注意，陈子坤、曹瑞元并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

德业股份 (605117.SH):中报	2022-08-31
业绩再超预期，微逆储能加速渗透	
德业股份 (605117.SH):热交	2022-04-21
换器盈利承压，业务重心转向逆变器	

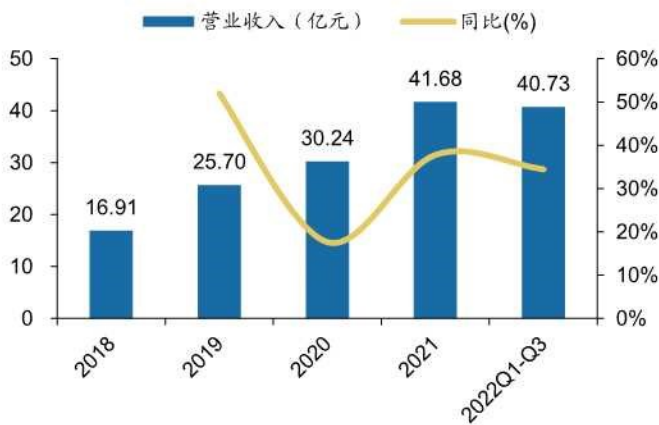
请务必阅读末页的免责声明

## 一、储能+微逆份额攀升，三季度业绩亮眼

三季度营收盈利表现优异，业务结构调整卓有成效。公司披露2022年三季度报告，22年前三季度实现营业收入40.73亿元，同比+34.49%；实现归母净利润9.27亿元，同比+131.45%；其中2022Q3实现营收17.00亿元，同比+54.08%，环比+10.97%；实现归母净利润4.77亿元，同比+171.12%，环比+50.00%，实现扣非归母净利润5.52亿元，同比+240.08%。营收和净利润强势上涨主要系业务结构调整，微逆+储能逆变器出货份额大幅攀升。

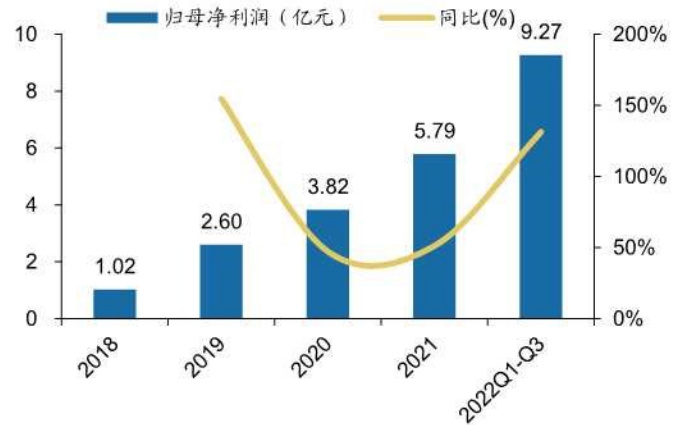
前三季度公司逆变器业务实现营收24.61亿，同比+250.13%；营收占比从23.21%提升至60.42%；实现净利8.21亿，同比+286.51%，利润占比也从52.99%大幅提升至88.46%。

图1：公司营业收入（亿元）及增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

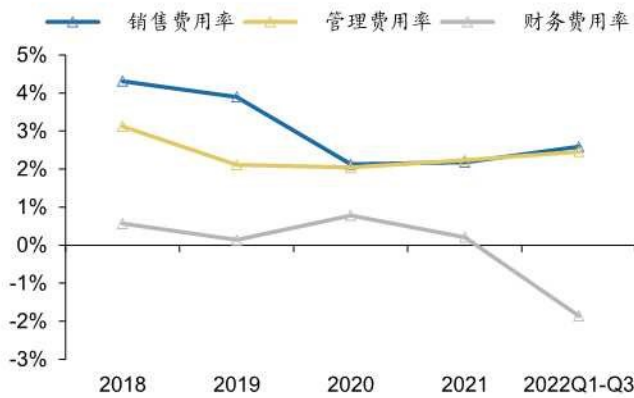
图2：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

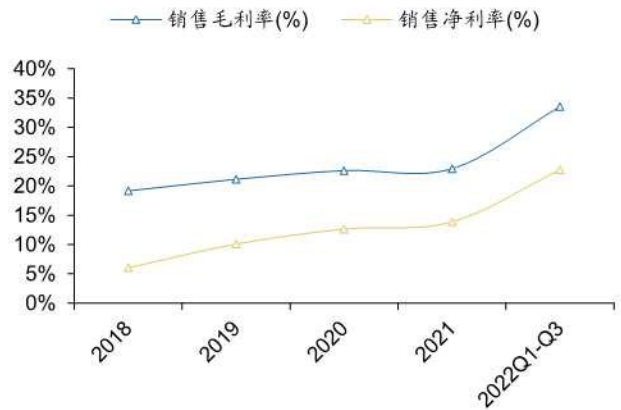
盈利能力强势提升，成本控制能力增强。2022Q3公司实现销售毛利率42.06%，环比+12.93pct；实现销售净利率28.13%，环比+7.41pct，盈利能力提升主要源于光伏行业整体高景气、需求旺盛背景下，公司高盈利逆变器业务份额的提升和业务自身毛利的提高。公司22年前三季度财务费用大幅下降系汇兑收益影响，销售费用率、管理费用率近年来保持平稳。

图3: 公司历年各费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

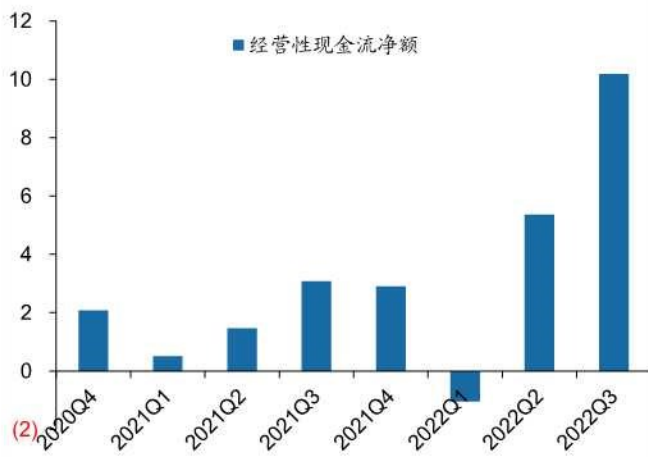
图4: 公司历年销售毛利率 (%) 及净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

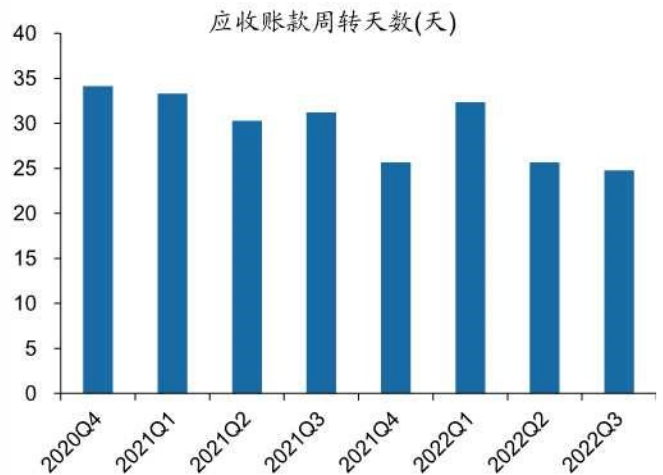
**回款控制能力增强, 营运活力增强。**2022Q3公司经营性现金流净流入为10.19亿元, 同比增长230.84%, 主要系逆变器业务营收大幅度增长, 提供大量经营性现金流流入; 同时也是受公司回款能力增强, 2022Q3公司应收账款回款天数为24.79天, 同比下降20.62%, 进一步说明公司目前经营活力较强, 有助于公司进行下一步业务布局 and 拓展。

图5: 公司季度经营性现金流 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 公司回款情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测和投资建议

公司盈利预测假设如下:

(1) 逆变器业务: 欧洲电价上涨持续促进光伏行业高景气, 高利润逆变器份额大幅攀升, 前三季度逆变器业务营收占比同比上升37.21pct, 提升至60.42%, 利润占比也从52.99%大幅度攀升至88.46%, 已完全成为公司第一大主营业务与主要盈利点。

随着公司业务重心逆变器出货结构持续优化倾向高毛利储能、微型逆变器，我们预计23年组串、微型、储能逆变器相比22年收入分别增长55%、110%、110%，24年组串、微型、储能逆变器相比23年收入分别增长10%、50%、50%。根据以上增长率假设，预计22-24年营收增速分别为260.2%/95.0%/41.35%，毛利率分别为39.0%/34.0%/34.0%，对应营业收入为43.13/84.11/118.89亿元。

(2) 热交换器系列业务：预计22-24年营收增速分别为-52.6%/18.8%/13.9%，毛利率分别为11%/11.5%/11%，对应业务营业收入为11.04/13.12/14.93亿元。

(3) 环境电器系列业务：预计22-24年营收增速为20%/25%/25%，毛利率维持在30%/32.5%/32.5%，对应业务营业收入为6.75/8.43/10.54亿元。

基于以上假设，我们测算公司2022-2024年营收分别为61.86/106.76/145.65亿元，同比分别增长48.4%/72.6%/36.4%。预计公司2022-2024年EPS分别为5.91/9.47/13.25元/股，综合考虑行业空间、公司市场地位、行业估值，给予公司23年45x PE，对应合理价值425.94元/股，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>逆变器业务</b>				
收入	1,197.53	4,313.00	8,411.49	11,889.23
增长率	262.34%	260.16%	95.03%	41.35%
成本	752.2037	2,630.93	5,551.58	7,846.89
毛利	445.3263	1,682.07	2,859.91	4,042.34
毛利率(%)	37.19%	39.00%	34.00%	34.00%
<b>热交换器系列</b>				
收入	2,327.64	1104.07	1311.64	1493.30
增长率	12.40%	-52.57%	18.80%	13.85%
成本	2,019.65	982.62	1160.80	1329.03
毛利	308	121.45	150.84	164.26
毛利率(%)	13.20%	11.00%	11.50%	11.00%
<b>环境电器系列</b>				
收入	562.25	674.70	843.38	1054.22
增长率	3.10%	20.00%	25.00%	25.00%
成本	380.81	472.29	569.28	711.60
毛利	181.44	202.41	274.10	342.62
毛利率(%)	32.30%	30.00%	32.50%	32.50%
<b>其他业务</b>				
收入	27.20	29.92	32.92	36.21
增长率	21.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	24.46	26.91	29.60	32.56
毛利	2.74	3.02	3.32	3.65
毛利率(%)	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
<b>其他主营业务</b>				
收入	53.30	63.96	76.75	92.11
增长率	2941.9%	20.0%	20.0%	20.0%

成本	34.28	41.14	49.37	59.24
毛利	19.02	22.82	27.39	32.87
毛利率(%)	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
合计				
收入	4,167.93	6,185.66	10,676.17	14,565.06
增长率	37.8%	48.41%	72.60%	36.43%
成本	3,211.40	4,153.89	7,360.62	9,979.32
毛利	956.53	2,031.77	3,315.55	4,585.74
毛利率(%)	22.9%	32.85%	31.06%	31.48%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值 (股价截至2022年11月2日)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
德业股份	605117.SH	逆变器	832.76	578.56	1413.18	2261.59	80.76	58.93	36.82
阳光电源	300274.SZ	逆变器	1976.49	1582.71	3157.27	5529.06	136.82	62.60	35.75
锦浪科技	300763.SZ	逆变器	747.65	473.83	1047.05	2128.99	120.99	71.41	35.12
固德威	688390.SH	逆变器	468.90	279.54	521.61	1248.96	144.68	89.89	37.54

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

#### (一) 全球光伏装机增速不及预期

受疫情影响,部分国家可能因为疫情影响装机的情况,从而造成全球新增光伏装机不及预期,进一步影响逆变器需求。

#### (二) 汇率大幅波动风险

在国际环境剧烈波动下,部分国家的本币相较于美元出现了贬值,而组件是以美元结算为主,如果本币贬值幅度较大,存在实际成本上升的情况从而影响装机预期。

#### (三) 产业链价格大幅波动风险

若光伏产业链价格大幅波动,企业盈利受影响较大。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,300</b>	<b>2,997</b>	<b>3,822</b>	<b>7,627</b>	<b>10,329</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>454</b>	<b>797</b>	<b>1,126</b>	<b>3,129</b>	<b>2,835</b>
货币资金	522	1,658	2,065	4,831	7,293	净利润	382	579	1,413	2,262	3,166
应收及预付	332	290	726	967	1,374	折旧摊销	45	54	73	100	126
存货	265	456	438	1,169	1,000	营运资金变动	8	168	-338	807	-403
其他流动资产	180	593	593	660	662	其它	18	-4	-23	-40	-54
<b>非流动资产</b>	<b>376</b>	<b>926</b>	<b>1,249</b>	<b>1,558</b>	<b>1,867</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-233</b>	<b>-923</b>	<b>-372</b>	<b>-369</b>	<b>-380</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-83	-602	-395	-409	-435
固定资产	262	284	627	910	1,179	投资变动	-145	-319	0	0	0
在建工程	9	505	454	448	456	其他	-5	-2	23	41	55
无形资产	62	81	105	129	152	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-103</b>	<b>1,181</b>	<b>-195</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
其他长期资产	42	56	63	72	81	银行借款	20	0	10	7	8
<b>资产总计</b>	<b>1,676</b>	<b>3,924</b>	<b>5,071</b>	<b>9,186</b>	<b>12,196</b>	股权融资	0	1,352	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>785</b>	<b>1,242</b>	<b>1,332</b>	<b>3,186</b>	<b>3,030</b>	其他	-122	-171	-205	0	-1
短期借款	10	0	10	17	24	<b>现金净增加额</b>	<b>101</b>	<b>1,033</b>	<b>558</b>	<b>2,766</b>	<b>2,462</b>
应付及预收	617	1,051	1,052	2,706	2,374	<b>期初现金余额</b>	<b>372</b>	<b>473</b>	<b>1,507</b>	<b>2,065</b>	<b>4,831</b>
其他流动负债	158	191	271	463	631	<b>期末现金余额</b>	<b>473</b>	<b>1,507</b>	<b>2,065</b>	<b>4,831</b>	<b>7,293</b>
<b>非流动负债</b>	<b>23</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>						
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	23	42	42	42	42						
<b>负债合计</b>	<b>808</b>	<b>1,283</b>	<b>1,374</b>	<b>3,227</b>	<b>3,071</b>						
股本	128	171	239	239	239						
资本公积	83	1,371	1,303	1,303	1,303						
留存收益	656	1,098	2,155	4,417	7,583						
归属母公司股东权益	867	2,640	3,697	5,959	9,125						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,676</b>	<b>3,924</b>	<b>5,071</b>	<b>9,186</b>	<b>12,196</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,024</b>	<b>4,168</b>	<b>6,186</b>	<b>10,676</b>	<b>14,565</b>
营业成本	2,339	3,211	4,154	7,361	9,979
营业税金及附加	11	12	19	33	45
销售费用	64	91	134	232	316
管理费用	62	93	135	235	319
研发费用	102	133	201	345	472
财务费用	24	9	-25	-31	-72
资产减值损失	-2	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	25	0	0	0
投资净收益	10	16	23	41	55
<b>营业利润</b>	<b>431</b>	<b>657</b>	<b>1,608</b>	<b>2,573</b>	<b>3,603</b>
营业外收支	6	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>437</b>	<b>657</b>	<b>1,608</b>	<b>2,573</b>	<b>3,603</b>
所得税	54	79	195	311	436
<b>净利润</b>	<b>382</b>	<b>579</b>	<b>1,413</b>	<b>2,262</b>	<b>3,166</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>382</b>	<b>579</b>	<b>1,413</b>	<b>2,262</b>	<b>3,166</b>
EBITDA	490	678	1,633	2,602	3,602
EPS (元)	2.99	3.39	5.91	9.47	13.25

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	17.7%	37.8%	48.4%	72.6%	36.4%
营业利润增长	47.9%	52.4%	145.0%	60.0%	40.0%
归母净利润增长	47.3%	51.3%	144.3%	60.0%	40.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.6%	22.9%	32.8%	31.1%	31.5%
净利率	12.6%	13.9%	22.8%	21.2%	21.7%
ROE	44.1%	21.9%	38.2%	38.0%	34.7%
ROIC	44.4%	20.7%	36.9%	36.7%	33.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.2%	32.7%	27.1%	35.1%	25.2%
净负债比率	93.2%	48.6%	37.2%	54.2%	33.7%
流动比率	1.66	2.41	2.87	2.39	3.41
速动比率	1.30	2.01	2.51	2.01	3.06
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.80	1.06	1.22	1.16	1.19
应收账款周转率	9.33	15.43	8.73	11.54	10.96
存货周转率	11.39	9.14	14.12	9.13	14.57
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.99	3.39	5.91	9.47	13.25
每股经营现金流	4	5	5	13	12
每股净资产	6.78	15.47	15.47	24.94	38.19
<b>估值比率</b>					
P/E	-	80.76	58.93	36.82	26.30
P/B	-	17.70	22.52	13.98	9.13
EV/EBITDA	-	66.52	49.73	30.16	21.11

## 广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷茵：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 高翔：研究员，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。