

## 南非高库存影响出货，盈利阶段性承压

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度公司实现收入 63.26 亿元，同比+55.29%；实现归母净利润 15.68 亿元，同比+69.13%；实现扣非归母 17.07 亿元，同比+72.14%。

分季度来看，23Q3 公司实现收入 14.32 亿元，同比-15.77%，环比-49.01%；实现归母净利润 3.05 亿元，同比-36.10%，环比-54.85%；实现扣非归母 3.20 亿元，同比-42.01%，环比-62.84%。

➤ **23Q3 南非高库存影响户储出货，Q4 有望恢复增长。**23H1 南非地区电力紧缺，户用储能需求暴增，使得公司 23H1 收入和净利高增长。但暖冬影响下，南非地区空调等家电使用率不及预期，且上半年经销商拿货量大，导致南非地区 7 月以来渠道库存较高，影响 Q3 户储出货，使得公司 23Q3 收入和盈利承压。随着南非渠道库存的持续去化，23Q4 公司出货有望恢复增长，带动公司收入和盈利修复。

➤ **德国继电器事件妥善解决，微逆业务有望逐步修复。**23 年 7 月，公司受德国微逆认证问题冲击，短期内对公司微逆业务造成负面影响。考虑到公司已于 23 年 8 月初完成外置继电器方案的认证，已获得德国相关部门的认可，并且针对德国等市场推出新的微逆产品，后续公司在德国等欧洲地区的微逆业务有望逐步修复，逐渐恢复到正常的发货水平。

➤ **储能产品矩阵完善，发力大储+工商业储能。**公司重视储能产品研发，在捕捉市场需求的变化、储备新产品的同时，持续对原有产品进行更新迭代。公司的户储产品持续迭代，并积极布局大储、工商业储能业务，储能产品的功率段逐步朝几十 KW、几百 KW 扩张。公司储能电池产品与储能逆变器深度整合，推出包括低压户用储能、高压户用储能、高压工商业储能、光储充等产品，依托储能逆变器的销售渠道迅速打开市场，有望快速放量。

➤ **投资建议：**公司户储和微逆业务有望逐步修复，并发力大储+工商业储能，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 83.47/124.16/178.87 亿元，对应增速分别为 40.2%、48.8%、44.1%；归母净利润为 20.02/27.80/38.59 亿元，对应增速分别为 31.9%、38.8%、38.9%，以 10 月 27 日收盘价为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 16X、11X、8X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,956	8,347	12,416	17,887
增长率 (%)	42.9	40.2	48.8	44.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,517	2,002	2,780	3,859
增长率 (%)	162.3	31.9	38.8	38.9
每股收益 (元)	3.53	4.66	6.46	8.97
PE	21	16	11	8
PB	7.7	6.1	4.5	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

### 推荐

当前价格：

维持评级

72.43 元


**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**分析师 朱碧野**

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

**分析师 王一如**

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

**研究助理 林誉韬**

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

### 相关研究

1.德业股份 (605117.SH) 2022 年年报点评：业绩大幅提升，储能、微逆持续放量-2023/04/19

2.德业股份 (605117.SH) 2022 年三季度报点评：Q3 业绩超预期，储能与微逆持续景气-2022/10/31

3.德业股份 (605117.SH) 2022 年半年报点评：逆变器出货攀升，看好后续储能及微逆持续放量-2022/08/18

4.德业股份 (605117.SH) 2021 年年报点评：逆变器业务高增，看好后续储能及微逆持续放量-2022/04/21

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,956	8,347	12,416	17,887
营业成本	3,690	5,066	7,961	11,733
营业税金及附加	23	33	50	72
销售费用	157	234	323	447
管理费用	148	205	298	420
研发费用	287	417	608	859
EBIT	1,646	2,392	3,177	4,357
财务费用	-153	75	71	60
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
投资收益	-11	-83	0	0
营业利润	1,756	2,305	3,202	4,448
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	1,754	2,304	3,201	4,447
所得税	231	300	416	578
净利润	1,523	2,005	2,785	3,869
归属于母公司净利润	1,517	2,002	2,780	3,859
EBITDA	1,716	2,554	3,378	4,599

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,176	3,077	5,348	8,979
应收账款及票据	559	780	1,171	1,695
预付款项	21	23	38	58
存货	865	963	1,409	1,920
其他流动资产	3,140	3,119	3,203	3,310
流动资产合计	6,760	7,963	11,169	15,962
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,031	1,494	1,808	2,074
无形资产	147	217	267	317
非流动资产合计	1,747	2,305	2,654	2,962
资产合计	8,507	10,268	13,823	18,924
短期借款	1,259	1,259	1,259	1,259
应付账款及票据	2,091	2,637	4,035	5,786
其他流动负债	503	684	1,029	1,481
流动负债合计	3,852	4,580	6,322	8,526
长期借款	530	530	530	530
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	566	566	566	566
负债合计	4,418	5,145	6,888	9,092
股本	239	430	430	430
少数股东权益	27	30	35	44
股东权益合计	4,090	5,123	6,935	9,832
负债和股东权益合计	8,507	10,268	13,823	18,924

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	42.89	40.16	48.75	44.06
EBIT 增长率	164.08	45.31	32.81	37.14
净利润增长率	162.28	31.94	38.83	38.85
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.03	39.31	35.89	34.41
净利率	25.58	24.02	22.43	21.63
总资产收益率 ROA	17.84	19.50	20.11	20.39
净资产收益率 ROE	37.35	39.31	40.28	39.43
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.75	1.74	1.77	1.87
速动比率	1.52	1.52	1.54	1.64
现金比率	0.56	0.67	0.85	1.05
资产负债率 (%)	51.93	50.11	49.83	48.04
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	34.17	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	85.60	70.00	65.00	60.00
总资产周转率	0.70	0.81	0.90	0.95
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.53	4.66	6.46	8.97
每股净资产	9.45	11.84	16.04	22.76
每股经营现金流	5.12	6.43	9.02	12.18
每股股利	2.26	1.50	1.50	1.50
<b>估值分析</b>				
PE	21	16	11	8
PB	7.7	6.1	4.5	3.2
EV/EBITDA	17.94	11.70	8.17	5.22
股息收益率 (%)	3.12	2.07	2.07	2.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,523	2,005	2,785	3,869
折旧和摊销	70	162	202	242
营运资金变动	664	398	778	1,013
经营活动现金流	2,204	2,764	3,880	5,239
资本开支	-804	-721	-551	-551
投资	-2,413	0	0	0
投资活动现金流	-3,218	-804	-551	-551
股权募资	22	0	0	0
债务募资	1,808	0	0	0
筹资活动现金流	1,593	-1,058	-1,058	-1,058
现金净流量	669	902	2,271	3,630

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026