

# 德业股份（605117.SH）—2023 年三季报业绩点评

## 储能出货环比下降，微逆出货改善

增持

### 核心观点

**2023Q3 公司实现归母净利润 3.05 亿元，同比-36%。**德业股份 2023 年前三季度实现营收 63.3 亿元，同比+55.3%，实现归母净利润 15.7 亿元，同比+69%，实现毛利率 40.5%，同比+7pct，实现净利率 24.8%，同比+2pct。Q3 实现营收 14.3 亿元，同比-15.8%，环比-49%，实现归母净利润 3.05 亿，同比-36%，环比-55%；Q3 毛利率为 36%，同比-5.9pct，环比-4.6pct；净利率为 21.3%，同比-6.9pct，环比-2.8pct。

**受海外需求影响，储能逆变器出货环比下降。**我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 储能逆变器累计出货 35 万台，其中 Q3 出货约 5 万台，环比下降 72%，主要系海外储能逆变器库存压力及南非地区入冬影响，出货放缓，公司储能逆变器盈利端表现稳定。展望 Q4，我们预计南非市场需求将逐步回暖，同时伴随海外逆变器去库存，公司储能逆变器出货将有所改善，我们预计 2023 全年公司储能逆变器出货 40-45 万台。

**微逆出货改善。**我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 微逆出货约 38 万台，其中 Q3 出货约 14 万台，环比+1300%，伴随继电器新方案推出后，公司在欧洲市场微逆出货改善。展望 Q4，伴随微逆新方案推广，我们预计公司微逆将进一步改善，同时预计公司产品将逐步导入美国等新市场，我们预计全年公司微逆出货为 53-60 万台。

**组串式逆变器出货平稳。**我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 组串式逆变器出货约 17 万台，其中 Q3 出货约 5 万台，环比基本持平，展望 Q4，我们预计公司组串式逆变器出货继续保持平稳，全年出货达到 22-24 万台。

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**我们基于公司现有业绩，考虑海外市场光储市场需求波动情况，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 19.64/21.26/24.25 亿元（原预测 23-25 为 30.75/40.12/47.08 亿元），同比增速分别为 29.4%/8.3%/14.1%，EPS 分别为 4.57/4.94/5.64 元，对应估值为 14.5/13.4/11.8 倍。维持增持评级。

**风险提示：**原材料波动的风险、行业竞争加剧的风险、全球政策波动的风险。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,168	5,956	8,097	9,224	10,790
(+/-%)	37.8%	42.9%	36.0%	13.9%	17.0%
净利润(百万元)	579	1517	1964	2126	2425
(+/-%)	51.3%	162.3%	29.4%	8.3%	14.1%
每股收益(元)	—	3.53	4.57	4.94	5.64
EBIT Margin	15.0%	27.7%	27.6%	25.5%	25.3%
净资产收益率 (ROE)	33.0%	45.3%	41.1%	34.0%	30.6%
市盈率 (PE)	—	18.8	14.5	13.4	11.8
EV/EBITDA	45.0	19.3	13.2	12.1	10.0
市净率 (PB)	10.81	6.98	5.18	4.05	3.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 家用电器·家电零部件 II

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

联系人：徐文辉

021-60375426

xuwenhui@guosen.com.cn

证券分析师：李恒源

021-60875174

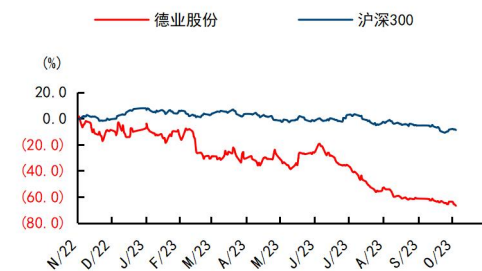
lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	66.38 元
总市值/流通市值	28549/9707 百万元
52 周最高价/最低价	398.60/66.38 元
近 3 个月日均成交额	581.44 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《德业股份（605117.SH）—2023 年半年报预告点评-受益海外储能需求爆发，公司业绩表现亮眼》——2023-07-25  
《德业股份（605117.SH）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评-逆变器盈利能力突出，储能业务爆发式增长》——2023-05-09  
《德业股份（605117.SH）-逆变器后起之秀，拓展光储赛道迎新发展》——2023-03-06

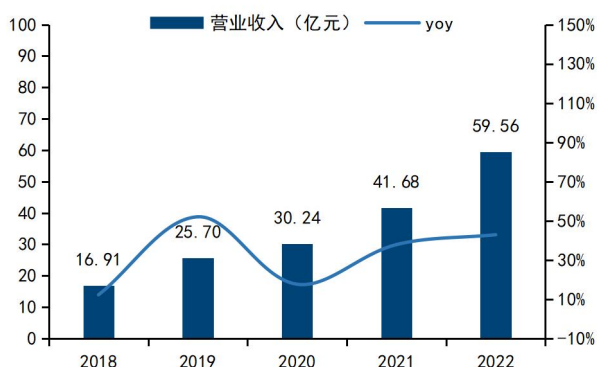
德业股份 2023 年前三季度实现营收 63.3 亿元，同比+55.3%，实现归母净利润 15.7 亿元，同比+69%。Q3 实现营收 14.3 亿元，同比-15.8%，环比-49%，实现归母净利润 3.05 亿，同比-36%，环比-55%。

**受海外需求影响，储能逆变器出货环比下降。**我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 储能逆变器累计出货 35 万台，其中 Q3 出货约 5 万台，环比下降 72%，主要系海外储能逆变器库存压力及南非地区入冬影响，出货放缓，公司储能逆变器盈利端表现稳定。展望 Q4，我们预计南非市场需求将逐步回暖，同时伴随海外逆变器去库存，公司储能逆变器出货将有所改善，我们预计 2023 全年公司储能逆变器出货 40-45 万台。

**微逆出货改善。**我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 微逆出货约 38 万台，其中 Q3 出货约 14 万台，环比+1300%，伴随继电器新方案推出后，公司在欧洲市场微逆出货改善。展望 Q4，伴随微逆新方案推广，我们预计公司微逆将进一步改善，同时预计公司产品将逐步导入美国等新市场，我们预计全年公司微逆出货为 53-60 万台。

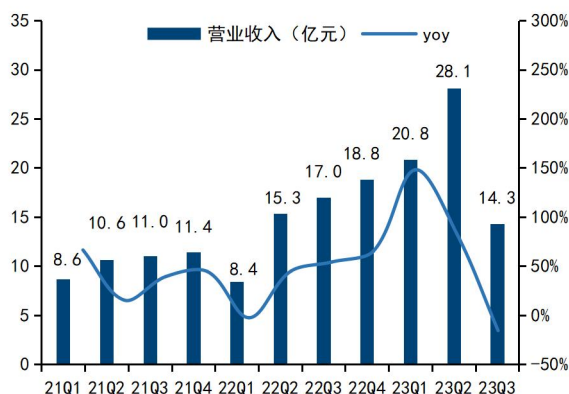
**组串式逆变器出货平稳。**我们估计公司 2023 年 Q1-Q3 组串式逆变器出货约 17 万台，其中 Q3 出货约 5 万台，环比基本持平，展望 Q4，我们预计公司组串式逆变器出货继续保持平稳，全年出货达到 22-24 万台。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



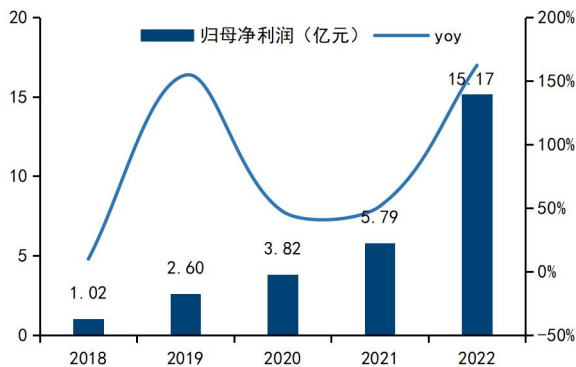
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

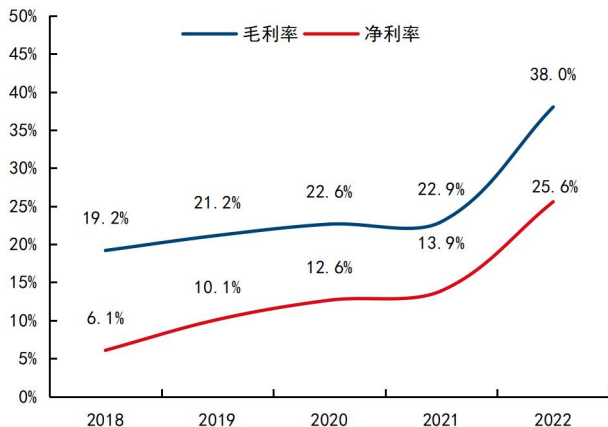
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

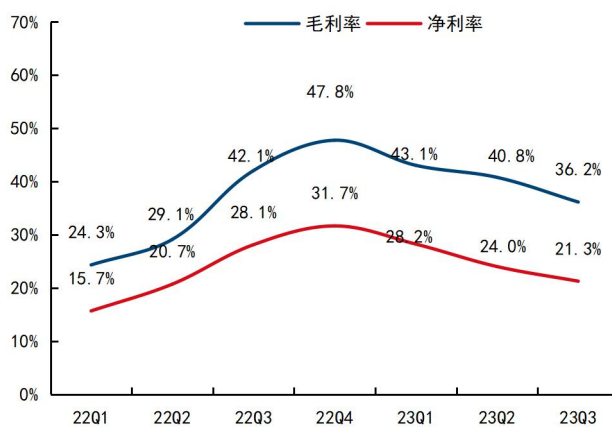
盈利能力来看，公司前三季度实现毛利率 40.5%，同比+7pct，实现净利率 24.8%，同比+2pct。公司 Q3 毛利率为 36%，同比-5.9pct，环比-4.6pct，Q3 净利率为 21.3%，同比-6.9pct，环比-2.8pct。

图5：公司年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

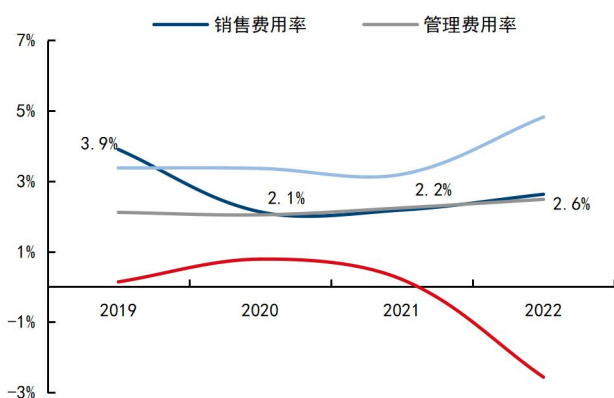
图6：公司单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

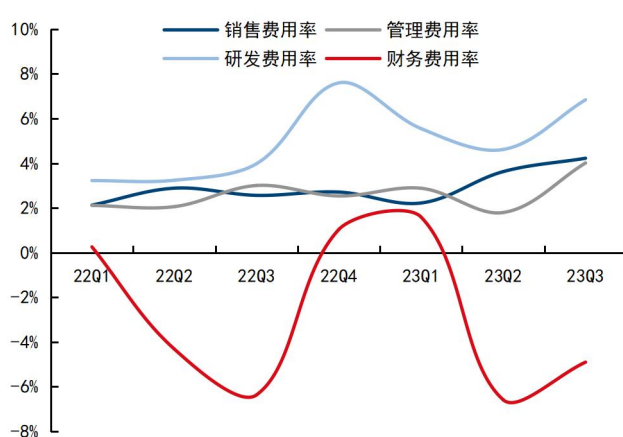
费用率来看，2023Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.2%/4.0%/6.8%/-4.9%，合计期间费用率为 10.2%，环比+6.7pct。

图7：公司年度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**我们基于公司现有业绩，考虑海外市场光储市场需求波动情况，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 19.64/21.26/24.25 亿元（原预测 23-25 为 30.75/40.12/47.08 亿元），同比增速分别为 29.4%/8.3%/14.1%，EPS 分别为 4.57/4.94/5.64 元，对应估值为 14.5/13.4/11.8 倍。维持增持评级。

表 3：可比公司估值表（2023 年 11 月 2 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300274.SZ	阳光电源	80.3	1193	5.42	6.53	7.91	14.8	12.3	10.2	买入	
605117.SH	德业股份	66.38	285.5	4.57	4.94	5.64	14.5	13.4	11.8	增持	
300827.SZ	上能电气	27.3	97.7	1.14	1.85	2.58	23.9	14.8	10.6	买入	
688390.SH	固德威	108.09	186.9	9.01	9.38	9.93	12.0	11.5	10.9	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1658	2176	3000	3000	3000	营业收入	4168	5956	8097	9224	10790
应收款项	276	559	666	758	798	营业成本	3211	3690	4962	5897	6971
存货净额	456	865	612	727	859	营业税金及附加	12	23	24	28	32
其他流动资产	77	1894	74	59	70	销售费用	91	157	259	277	302
<b>流动资产合计</b>	<b>2997</b>	<b>6760</b>	<b>5478</b>	<b>5670</b>	<b>5853</b>	管理费用	93	148	211	231	259
固定资产	789	1494	2845	3909	4797	研发费用	133	287	405	443	496
无形资产及其他	81	147	137	128	118	财务费用	9	(153)	(274)	(172)	(134)
其他长期资产	56	106	81	92	108	投资收益	16	(11)	(110)	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(28)	(40)	(30)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>3924</b>	<b>8507</b>	<b>8541</b>	<b>9799</b>	<b>10876</b>	其他收入	51	21	(10)	30	20
短期借款及交易性金融负债	3	1281	1537	1154	295	营业利润	657	1756	2310	2502	2853
应付款项	1051	2091	680	808	955	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	134	288	163	128	113	<b>利润总额</b>	<b>657</b>	<b>1754</b>	<b>2310</b>	<b>2502</b>	<b>2853</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1242</b>	<b>3852</b>	<b>2460</b>	<b>2182</b>	<b>1471</b>	所得税费用	79	231	347	375	428
长期借款及应付债券	0	530	530	530	530	少数股东损益	0	6	0	0	0
其他长期负债	42	35	33	33	33	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>579</b>	<b>1517</b>	<b>1964</b>	<b>2126</b>	<b>2425</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>42</b>	<b>566</b>	<b>564</b>	<b>564</b>	<b>564</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1283</b>	<b>4418</b>	<b>3024</b>	<b>2746</b>	<b>2035</b>	净利润	579	1517	1964	2126	2425
少数股东权益	0	27	27	27	27	资产减值准备	(5)	(9)	(30)	(20)	(10)
股东权益	2640	4063	5489	7026	8814	折旧摊销	36	56	159	245	322
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3924</b>	<b>8507</b>	<b>8541</b>	<b>9799</b>	<b>10876</b>	公允价值变动损失	(25)	33	120	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	9	(153)	(274)	(172)	(134)
每股收益		3.53	4.57	4.94	5.64	营运资本变动	263	(1183)	339	(88)	(35)
每股红利		1.25	1.37	1.48	2.26	其它	(51)	1788	(256)	(162)	(134)
每股净资产		9.51	12.83	16.40	20.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>797</b>	<b>2204</b>	<b>2296</b>	<b>2101</b>	<b>2568</b>
ROIC	33%	33%	26%	24%	25%	资本开支	(602)	(809)	(1500)	(1300)	(1200)
ROE	33%	45%	41%	34%	31%	其它投资现金流	(321)	(2409)	35	(1)	(6)
毛利率	23%	38%	39%	36%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(923)</b>	<b>(3218)</b>	<b>(1465)</b>	<b>(1301)</b>	<b>(1206)</b>
EBIT Margin	15%	28%	28%	25%	25%	权益性融资	1331	110	0	0	0
EBITDA Margin	16%	29%	30%	28%	28%	负债净变化	(141)	1537	256	(383)	(858)
收入增长	38%	43%	36%	14%	17%	支付股利、利息	0	(207)	(537)	(589)	(638)
净利润增长率	51%	162%	29%	8%	14%	其它融资现金流	(141)	1006	256	(383)	(858)
资产负债率	33%	52%	35%	28%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1181</b>	<b>1593</b>	<b>(7)</b>	<b>(800)</b>	<b>(1362)</b>
息率		1.9%	2.1%	2.2%	3.4%	<b>现金净变动</b>	<b>1054</b>	<b>579</b>	<b>824</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E		18.8	14.5	13.4	11.8	货币资金的期初余额	522	1658	2176	3000	3000
P/B	10.8	7.0	5.2	4.0	3.2	货币资金的期末余额	1658	2176	3000	3000	3000
EV/EBITDA	45.0	19.3	13.2	12.1	10.0	企业自由现金流	249	(502)	899	854	1407
						权益自由现金流	100	1167	1388	617	662

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032