

德业股份(605117.SH)/ 电力设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 25 日

评级：买入（维持）

市场价格：89.36 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

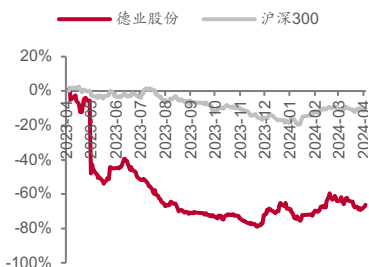
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,956	7,480	11,287	14,240	17,042
增长率 yoy%	42.9%	25.6%	50.9%	26.2%	19.7%
净利润（百万元）	1,517	1,791	2,393	2,988	3,521
增长率 yoy%	162.3%	18.0%	33.6%	24.9%	17.8%
每股收益（元）	3.53	4.16	5.56	6.95	8.19
每股现金流量	5.12	4.84	4.99	6.44	7.62
净资产收益率	37%	34%	36%	34%	30%
P/E	25.3	21.5	15.6	12.5	10.6
P/B	9.5	7.3	5.6	4.2	3.2

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，当前股价选择 2024 年 4 月 25 日收盘价

### 基本状况

总股本(百万股)	430
流通股本(百万股)	430
市价(元)	89.36
市值(百万元)	38,432
流通市值(百万元)	38,432

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 相关报告一《德业股份：德业股份：逆变器黑马，储能+微逆双驱动》
- 2 相关报告一《德业股份：Q2 户储逆势增长，业绩基本符合预期》

### 投资要点

- 公司发布 2023 年年报：2023 全年实现营收 74.80 亿，同比+25.6%，归母净利润 17.91 亿，同比+18.0%，毛利率 40.4%，同比+2.4pct；23Q4 实现营收 11.54 亿，同比-38.7%，环比-19.4%，归母净利润 2.23 亿，同比-62.3%，环比-26.9%，毛利率 40.0%，同比-7.7pct，环比+3.9pct。
- 公司发布 2024 年一季度报：24Q1 实现营收 18.84 亿，同比-9.6%，环比+63.3%，归母净利润 4.33 亿，同比-26.5%，环比+94.4%，毛利率 36.3%，同比-6.7pct，环比-3.7pct。
- 业绩点评：（1）23Q4 归母净利润环比有所下滑，主要在于逆变器出货环比承压，以及股权激励费用计提。（2）24Q1 归母净利润环比提升明显，主要系 1）受益于东南亚、欧洲市场开拓及需求增长，储能出货超预期，Q1 出货达 8.2 万台；2）空调消费回暖带动热交换器升需求提升，同时规模效应下边际盈利改善；3）利息收入增加带动期间费用率环比下滑。
- 新兴市场持续挖掘，逆变器业务贡献主要增长点。2023 年逆变器业务实现收入 4.3 亿，同比+12.0%，毛利率 52.3%，同比+4.1pct。公司不断挖掘客户差异化需求，稳固既有优势市场，开拓新兴市场，持续扩大品牌影响力，产品销往南非、德国、巴西、印度等市场，2023 年实现出货 89 万台，其中储能逆变器 41 万台、组串逆变器 21 万台、微型逆变器 27 万台。光伏产品境外收入达 39.9 亿，占比 75%，其中南非、巴西、德国、印度市场分别为 13.3/3.4/2.2/1.6 亿（不包括从香港发出的）。
- 下游渠道拓深，储能电池包业务与储能逆变器协同发展。2023 年储能电池包业务实现收入 8.8 亿，同比+965.4%，实现毛利率 33.9%。借助公司原有渠道建设优势，公司拓展电池包业务，适配不同地区需求，提供低压户用储能、高压户用储能、高压工商业储能、光储充等产品，与储能逆变器产品深度整合，实现业务快速发展。
- 未来展望：电芯成本大幅下滑推动用户侧储能投资回报率提升，叠加电网不稳定产生的刚性需求，东南亚、中东、南非等用户侧储能需求兴起，公司提前布局新兴市场，叠加传统欧美市场开拓，公司储能业务有望实现快速发展。同时，组串式+微型逆变器双加持，包括巴西、印度对并网逆变器需求的增长，以及德国微逆市场逐步对公司产品认可+美国微逆市场有望突破，有望在今年进一步贡献新增益。
- 盈利预测与投资评级：考虑行业竞争和区域市场风险，我们下修公司业绩，预计公司 24-26 年实现归母净利润分别为 23.9/29.9/35.2 亿（前预测值 24-25 年 34.4/46.8 亿），同比+34%/+25%/+18%，当前股价对应 PE 分别为 15.6/12.5/10.6 倍，

维持“买入”评级。

- **风险提示：**需求不及预期；市场拓展不及预期；竞争加剧；原材料价格波动等。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,978	4,494	5,670	7,697	营业收入	7,480	11,287	14,240	17,042
应收票据	10	15	19	23	营业成本	4,457	6,967	8,870	10,766
应收账款	561	847	1,068	1,279	税金及附加	57	85	105	123
预付账款	18	28	36	43	销售费用	278	411	509	597
存货	754	1,179	1,501	1,821	管理费用	239	353	436	512
合同资产	0	0	0	0	研发费用	436	645	798	936
其他流动资产	3,611	4,505	5,198	5,856	财务费用	-214	-6	-16	-46
流动资产合计	7,932	11,067	13,492	16,720	信用减值损失	-10	-15	-12	-13
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-50	-29	-40	-35
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	-2	-11	-3
固定资产	1,724	1,696	1,681	1,677	投资收益	-121	-20	-20	-20
在建工程	288	368	438	498	其他收益	51	38	44	41
无形资产	200	237	271	302	营业利润	2,098	2,802	3,499	4,123
其他非流动资产	674	709	737	759	营业外收入	0	1	0	0
非流动资产合计	2,885	3,011	3,127	3,236	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	10,817	14,078	16,619	19,955	利润总额	2,096	2,801	3,497	4,121
短期借款	2,423	3,088	2,602	2,423	所得税	305	408	509	600
应付票据	854	1,308	1,632	1,941	净利润	1,791	2,393	2,988	3,521
应付账款	837	1,282	1,600	1,903	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,791	2,393	2,988	3,521
合同负债	191	288	364	435	NOPLAT	1,608	2,388	2,974	3,482
其他应付款	34	34	34	34	EPS (按最新股本摊薄)	4.16	5.56	6.95	8.19
一年内到期的非流动负债	496	496	496	496	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	336	401	472	531	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	5,170	6,896	7,198	7,762	成长能力				
长期借款	300	300	300	300	营业收入增长率	25.6%	50.9%	26.2%	19.7%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	17.5%	48.5%	24.6%	17.1%
其他非流动负债	116	216	216	216	归母公司净利润增长率	18.0%	33.6%	24.9%	17.8%
非流动负债合计	416	516	516	516	获利能力				
负债合计	5,586	7,412	7,714	8,278	毛利率	40.4%	38.3%	37.7%	36.8%
归属母公司所有者权益	5,231	6,666	8,905	11,678	净利率	23.9%	21.2%	21.0%	20.7%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE	34.2%	35.9%	33.6%	30.2%
所有者权益合计	5,231	6,666	8,905	11,678	ROIC	31.2%	34.5%	35.6%	33.1%
负债和股东权益	10,817	14,078	16,619	19,955	偿债能力				
					资产负债率	51.6%	52.7%	46.4%	41.5%
					债务权益比	63.7%	61.5%	40.6%	29.4%
					流动比率	1.5	1.6	1.9	2.2
					速动比率	1.4	1.4	1.7	1.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
					应收账款周转天数	27	22	24	25
					应付账款周转天数	80	55	58	59
					存货周转天数	65	50	54	56
					每股指标 (元)				
					每股收益	4.16	5.56	6.95	8.19
					每股经营现金流	4.84	4.99	6.44	7.62
					每股净资产	12.16	15.50	20.71	27.15
					估值比率				
					P/E	21.5	15.6	12.5	10.6
					P/B	7.3	5.6	4.2	3.2
					EV/EBITDA	65	45	36	31

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。