



# 德业股份 (605117.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 户用逆变器黑马，新兴市场领军代表

### 投资逻辑

如何看本轮新兴市场增长共性及持续性？通过分析复盘南非、巴西、巴基斯坦、印度各市场情况，我们认为电网建设落后叠加极端天气引发的缺电刚需以及电价上涨、政策出台、利率下降带来的光储系统经济性提升是最重要的两大增长原因。往后看，在 2023-2024 组件价格下降幅度超 50% 的背景下，小型分布式光储系统价格降幅约 20-30%，光储系统有望从高收入国家向中等收入国家下沉渗透；从逆变器出口分布来看，中等收入国家人口占比 70%，但仅占逆变器出口额的 30%，在具备购买能力基础后，电价上涨及政策出台有望持续驱动新兴市场需求释放。

**率先布局新兴市场，渠道优势明显：**公司进入逆变器行业略晚，差异化切入巴基斯坦、巴西、南非等潜力市场进行布局，并通过签约独家销售协议、贴牌等多种路径与当地较大经销商形成较强绑定，从而实现较高的市占率。受益于新兴市场需求释放，公司业绩改善明显，公司发布 2024 半年报业绩预告，上半年实现归母净利润 11.8-12.8 亿元，同比-6.4%+1.5%，其中 Q2 实现归母净利润 7.5-8.5 亿元，环比增长 73%-96%，同比增长 11.2%-26.0%。

**家电基因赋能成本壁垒，ToC 经验把握用户需求：**公司转型前期专注家电代工业务，积累大量结构件制造经验赋能逆变器环节，大幅提高产品自制比例，2023 年公司逆变器业务综合毛利率行业第一；早期 ToC 业务也使公司相对于其他分布式逆变器企业更能把握用户需求，2024 年新品迭代有望进一步扩大公司优势。

**再融资：**6 月 19 日，公司以 55.56 元/股的价格非公开发行 0.36 亿股，募集资金约 19.92 亿元并将用于 25.5GW 组串式、储能式逆变器产线、3GW 微逆产线、逆变器研发中心以及补充流动资金。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营业收入 116.2 亿/158.0 亿/187.6 亿元，同比+55.3%/+36.0%/+18.7%，归母净利润 26.8 亿/34.5 亿/38.1 亿元，同比+49.4%/+29.1%/+10.3%，对应 EPS 为 4.19/5.41/5.97 元。考虑到公司在新兴市场领先的市占率水平和超额的成本优势，给予公司 2025 年 24 倍估值，目标价 129.86 元，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

新兴市场需求不及预期、国际贸易风险、市场竞争加剧。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

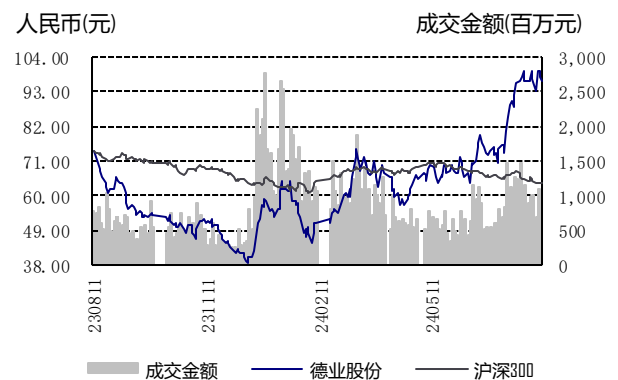
yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：96.38 元

目标价 (人民币)：129.86 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,956	7,480	11,618	15,803	18,762
营业收入增长率	42.89%	25.59%	55.32%	36.02%	18.73%
归母净利润(百万元)	1,517	1,791	2,675	3,453	3,809
归母净利润增长率	162.28%	18.03%	49.35%	29.07%	10.31%
	%				
摊薄每股收益(元)	6.351	4.164	4.192	5.411	5.969
每股经营性现金流净额	9.22	4.84	6.44	6.53	6.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	37.35%	34.24%	29.79%	30.69%	28.14%
P/E	52.15	20.15	23.12	17.91	16.23
P/B	19.48	6.90	6.89	5.50	4.57

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1、光伏景气底部看龙头：德业股份.....	5
2、新兴市场：组件下跌推动系统价格向下，缺电加速离网储能渗透.....	5
2.1 欧洲需求放缓，新兴市场国家增长迅速.....	5
2.2 寻找新兴市场高增共性，缺电与经济性凸显是核心.....	7
2.2.1 南非：严重缺电酝酿旺盛离网需求，电价高涨需求将迎复苏反转.....	7
2.2.2 巴基斯坦：电价快速上涨，推动离网光伏需求持续增长.....	8
2.2.3 巴西：政策稳定，利率下降后分布式光伏经济性明显.....	9
2.2.4 印度：补贴政策加码，缺电因素催化，户用光伏开启长周期景气.....	12
2.3 试论可持续性：持续降本带动系统下沉，经济性优势构成长期增长理由.....	13
2.3.1 组件、电池价格下跌带动系统成本下降，中等收入国家已具备购买能力.....	13
2.3.2 持续性：短期看极端天气频发催化，长期看电网限制、经济性提升.....	16
3、差异化路线形成先发优势，家电基因赋能成本壁垒.....	18
3.1 家电企业华丽转身，新能源造就第一轮增长周期.....	18
3.2 差异化布局新兴市场，渠道先发优势渐显.....	20
3.3 家电基因赋能制造，打造企业成本优势.....	22
3.4 ToC 经验精准把握用户需求，新品迭代走在技术前沿.....	23
4、盈利预测与投资建议.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 投资建议及估值.....	28
5、风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1： 3-6 月国内逆变器出口金额连续四个月环比正增长，浙江 5-6 月连续两月实现同比正增长.....	5
图表 2： 中等收入国家占比逐步提升，为逆变器出口贡献新增量（亿美元）.....	5
图表 3： 1-6 月逆变器出口荷兰同比-63.3 %.....	6
图表 4： 1-6 月逆变器出口德国同比-66.7%.....	6
图表 5： 1-6 月逆变器出口巴基斯坦同比+285.2%.....	6
图表 6： 1-6 月逆变器出口印度同比+98.9%.....	6
图表 7： 1-6 月逆变器出口东南亚六国同比+41.2%.....	6
图表 8： 1-6 月逆变器出口巴西同比+39.6%.....	6
图表 9： 南非各限电等级对应预计对居民影响.....	7
图表 10： 2022-2023 年南非进入严重限电阶段（小时）.....	7



图表 11:	复盘: 南非屋顶装机高峰阶段均发生在限电加剧之后	7
图表 12:	2024 年 1-6 月国内向南非出口逆变器 0.86 亿美元, 同比-79.7%	8
图表 13:	预计 2024 年南非电费仍将高速增长	8
图表 14:	南非户用光储 LCOE 相较居民电价已有一定优势	8
图表 15:	23 年以来巴基斯坦电价持续高涨推动 CPI 上行	9
图表 16:	涨价后巴基斯坦居民电价达 11-17 美分/kWh	9
图表 17:	复盘巴基斯坦过去四年逆变器进口数据可以发现具备较为明显的季节性特征	9
图表 18:	分布式光伏是巴西游装机的主要部门 (GW)	10
图表 19:	29.3GW 分布式装机中户用占比接近一半 (GW%)	10
图表 20:	2024 年 1-5 月巴西实现光伏净新增装机 6GW, 去年抢装高基数下同比基本持平	10
图表 21:	2023 年 8 月以来, 巴西央行已下调 7 次基准利率	11
图表 22:	2024 年 1 月巴西 4kw 户用光伏系统价格同比下降 27.79%	11
图表 23:	24 年 1 月巴西 4kw 户用光伏系统平均回收期为 3.3 年, 相较 23 年 6 月/23 年 1 月缩短 25%/13%	12
图表 24:	与 2019 年屋顶光伏补贴政策比较, 2024 版政策预算大幅提升且对低收入群体更加友好	12
图表 25:	印度补贴申请系统开放后不到 4 个月收到 148.5 万份申请 (万份)	13
图表 26:	2023 年印度户用光伏装机占整体屋顶光伏的 50.5%	13
图表 27:	世界银行 2023 年国家或地区分类标准	14
图表 28:	剔除中国后中等收入国家约占世界人口的 67%	14
图表 29:	人口占比为 21%的高收入国家或地区从中国进口的逆变器金额占 60%-70%	14
图表 30:	2023-2024 年组件价格大幅下降	15
图表 31:	电芯主要成本碳酸锂价格大幅下降	15
图表 32:	23 年以来的组件价格下降预计带来约 25%的系统价格下降	15
图表 33:	中等收入国家已基本具备购买分布式光伏系统的能力 (美元)	16
图表 34:	不同功率规模户用系统负载应用场景	16
图表 35:	年初以来发生极端天气造成恶劣电网事故汇总	16
图表 36:	根据世界气象组织预测, 2024-2028 年有 86%的可能最高温度创下新的历史记录	17
图表 37:	2021 年后越南新增光伏装机完全陷入停滞	17
图表 38:	发展历程: 从家电到新能源	18
图表 39:	公司主要产品及应用场景	18
图表 40:	家电业务保持稳定, 新能源高速增长 (亿元)	19
图表 41:	规模效应带动下逆变器业务毛利率持续改善	19
图表 42:	公司逆变器收入在国内位列第二梯队 (亿元)	19
图表 43:	公司逆变器业务收入增速好于行业平均水平	19
图表 44:	公司逆变器销售主要选择南非、巴西、印度等新兴市场发力	19
图表 45:	2017-1Q24 公司营业收入 (亿元)	20



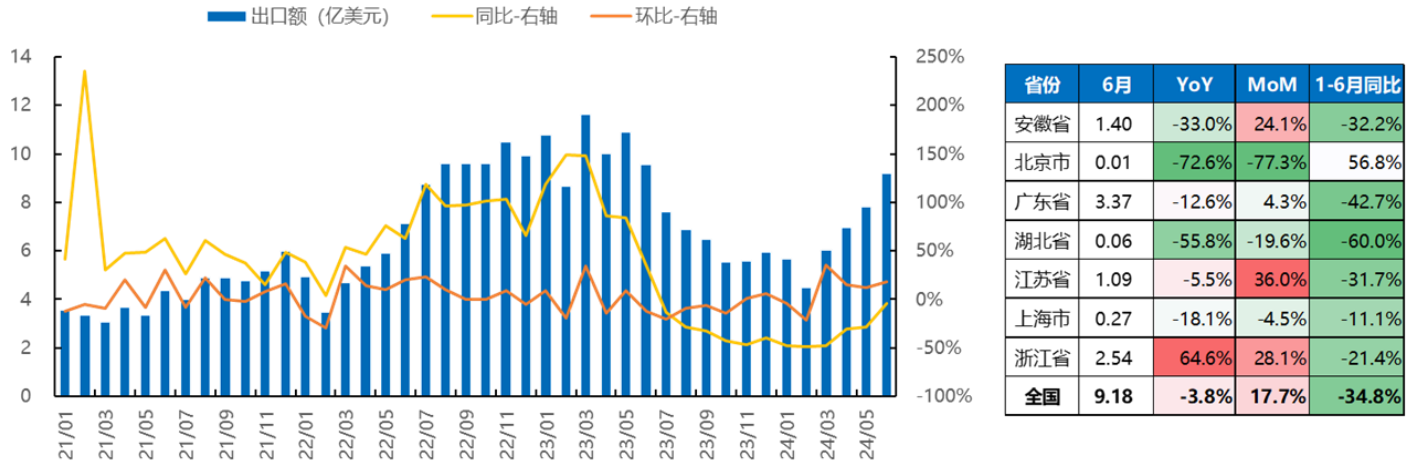
图表 46:	2017-1Q24 公司归母净利润 (亿元)	20
图表 47:	公司 2023 年海外收入分布	20
图表 48:	固德威 2023 年海外收入分布	20
图表 49:	公司全球储能售后服务网点中, 中等收入国家占比超过一半	21
图表 50:	德业连续两年在巴西分布式光伏系统集成商调研中逆变器品牌辨识度排名第二	21
图表 51:	2024 年二季度, 公司在巴西 10kW 以下逆变器出货品牌占比排名第一	21
图表 52:	2023 年印度组串逆变器市占率公司排名第六	22
图表 53:	24Q1 印度组串式逆变器出货量排名第三	22
图表 54:	2023 年公司逆变器业务综合毛利率在国内逆变器企业中排名第一	22
图表 55:	储能及微逆毛利率相对组串式逆变器更高	22
图表 56:	公司储能、微逆销售占比持续提升 (万台)	22
图表 57:	早期注塑件、模具、钣金件制造经验为公司优化成本打下坚实基础	23
图表 58:	结构件约占逆变器成本的 16%	23
图表 59:	公司期间费用率控制优秀	23
图表 60:	公司低压储能产品覆盖户用到工商业等多种应用场景	24
图表 61:	公司户用一体机主要参数	24
图表 62:	户用一体机大幅缩小占地面积及安装时间	24
图表 63:	SNEC2024 公司创新推出微储逆变器	25
图表 64:	公司模块微型储能电池适用多种应用场景	25
图表 65:	1-7 月德国阳台光伏装机同比+44%	25
图表 66:	营业收入拆分	27
图表 67:	期间费用率预测	28
图表 68:	可比公司估值比较 (市盈率法)	28



## 1、光伏景气底部看龙头：德业股份

海外逆变器需求复苏，浙江同比率先转正。据海关总署，6月全国逆变器出口9.18亿美元，同比-3.76%，环比+17.68%，3-6月连续四个月实现环比正增长；1-6月全国逆变器累计出口40.09亿美元，同比-34.79%。分省份看，重要出口省份中浙江省5-6月连续两月实现同比正增长。

图表1：3-6月国内逆变器出口金额连续四个月环比正增长，浙江5-6月连续两月实现同比正增长



来源：海关总署，国金证券研究所

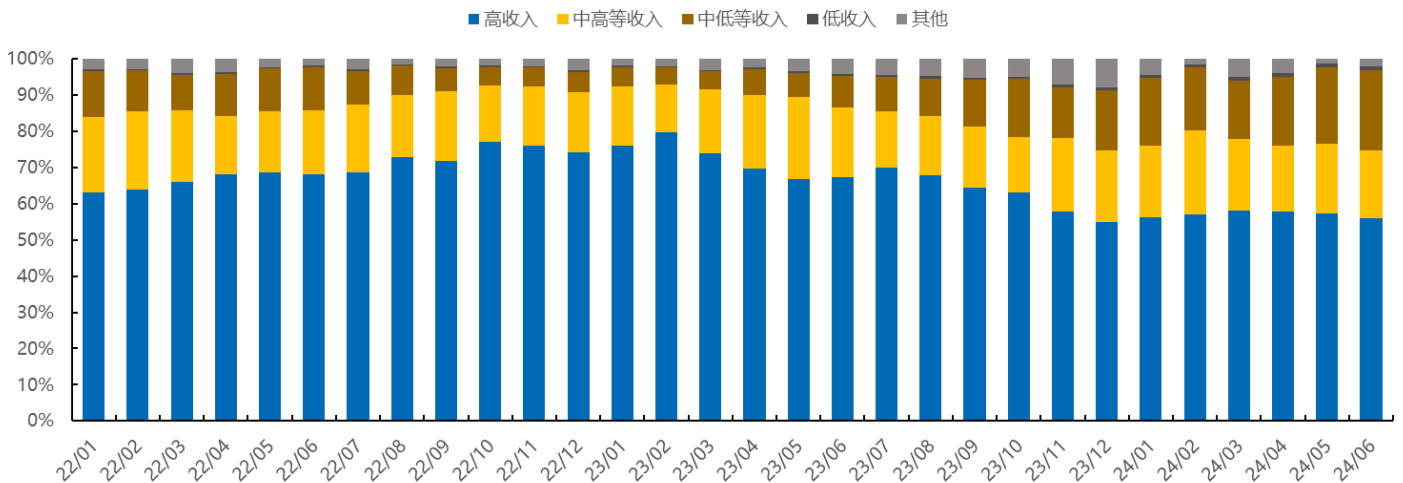
2023年12月我们在光伏板块2024年度策略中提出，推荐各环节在这一轮产能出清过程中展现出强势盈利韧性和发展后劲的强α企业。本篇报告我们选择率先布局新兴市场、拥有较强先发优势和成本壁垒的分布式逆变器企业德业股份，深度阐述本轮新兴市场逆变器需求强势增长的逻辑以及后续的可持续性，并分析公司在激烈竞争下所展现出的成长韧性及较强的盈利能力的原因。

## 2、新兴市场：组件下跌推动系统价格向下，缺电加速离网储能渗透

### 2.1 欧洲需求放缓，新兴市场国家增长迅速

从出口国家结构来看，从2023年开始，以欧洲为代表的高收入国家占比逐步降低，而以巴基斯坦、印度等新兴市场为代表的中等收入国家占比逐步提升。

图表2：中等收入国家占比逐步提升，为逆变器出口贡献新增量（亿美元%）



来源：海关总署，世界银行，国金证券研究所

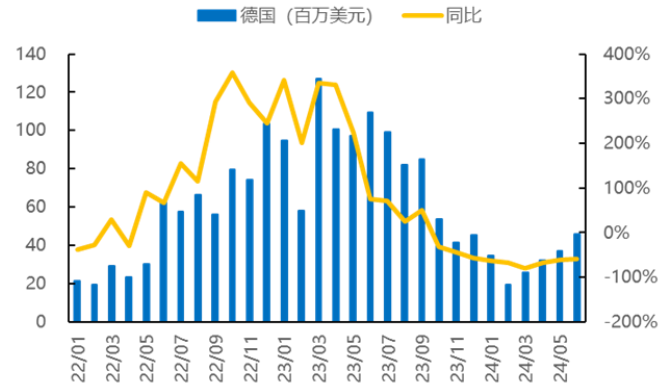
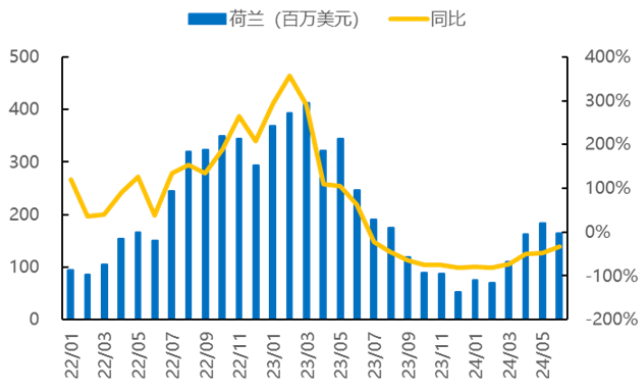




由于库存及需求下降的原因，2023年下半年以来逆变器出口欧洲放缓，1-6月国内出口荷兰、德国逆变器金额分别为7.67、1.96亿美元，同比-63.3%/-66.7%。

图表3: 1-6月逆变器出口荷兰同比-63.3%

图表4: 1-6月逆变器出口德国同比-66.7%



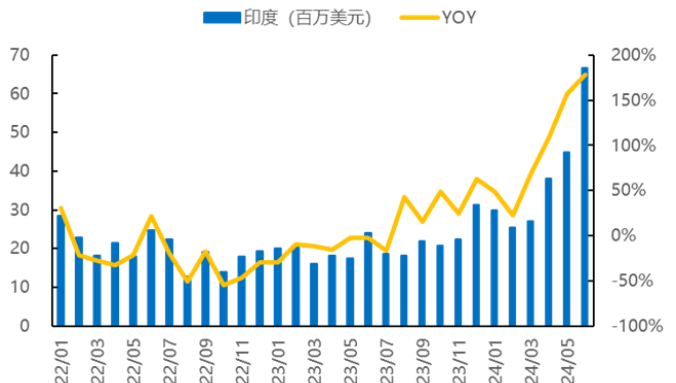
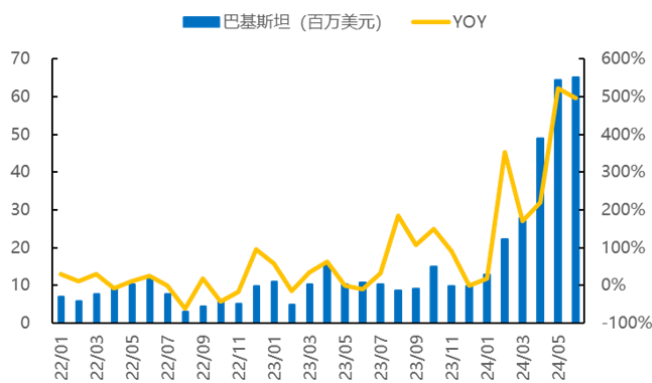
来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

新兴市场需求增长迅速，细分市场看，巴基斯坦、印度、东南亚、巴西增长较快。1-6月国内向巴基斯坦、印度、东南亚六国（越南、泰国、菲律宾、缅甸、柬埔寨、印尼）、巴西分别出口2.41、2.32、2.01、4.34亿美元，分别同增285.2%、98.9%、41.2%、39.6%。

图表5: 1-6月逆变器出口巴基斯坦同比+285.2%

图表6: 1-6月逆变器出口印度同比+98.9%

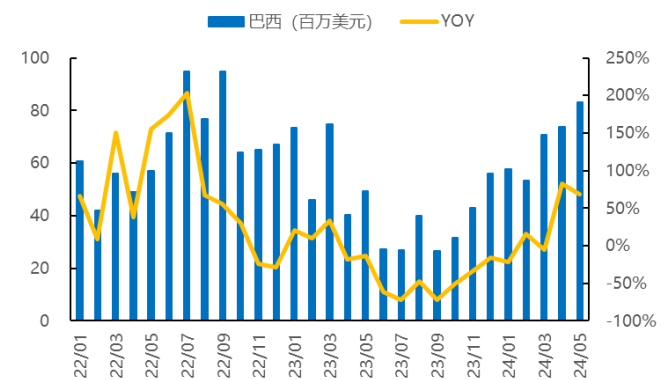
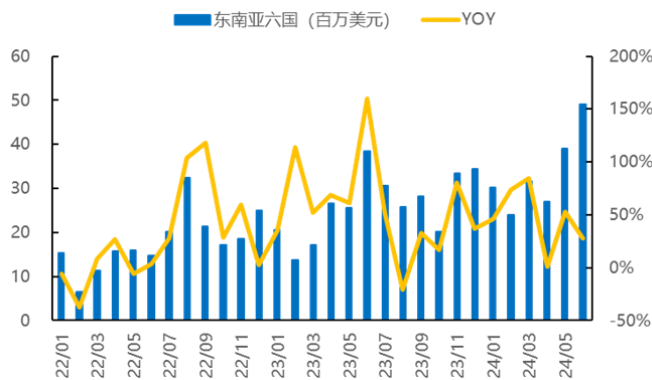


来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表7: 1-6月逆变器出口东南亚六国同比+41.2%

图表8: 1-6月逆变器出口巴西同比+39.6%



来源: 海关总署, 国金证券研究所; 注: 东南亚六国包括越南、泰国、菲律宾、缅甸、柬埔寨、印尼

来源: 海关总署, 国金证券研究所



## 2.2 寻找新兴市场高增共性，缺电与经济性凸显是核心

从南非到巴基斯坦再到巴西、印度，复盘近两年需求爆发的新兴市场，我们认为主要的共性在于严重缺电形成的刚性需求，以及电价高增、政策推动、组件降价带来的经济性提升。

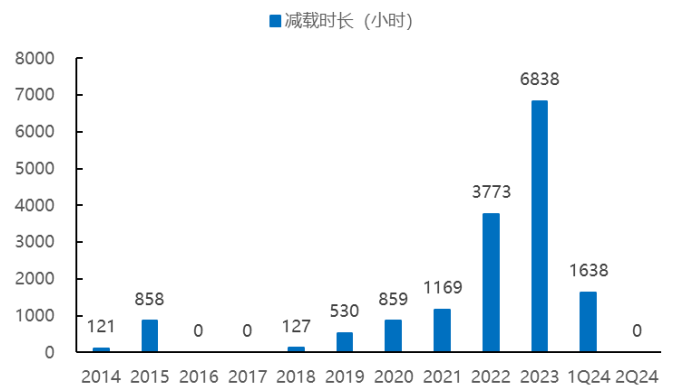
### 2.2.1 南非：严重缺电酝酿旺盛离网需求，电价高涨需求将迎复苏反转

为应对电力供不应求的情况，南非施行“限电”政策，即通过计划性的停电以保护电力系统不陷入瘫痪。南非国有电力企业 Eskom 将限电分为了 8 个等级，根据电网负荷情况有计划的对不同地区进行分时限电。其中阶段一最不严重，每四天停电 3 次，每次持续 2 小时，而 8 级限电则每四天停电 12 次，每次持续 4 小时。2022 年开始南非陷入严重的限电灾难，根据 CRSES 统计，2023 年南非总限电时长达 6838 小时。

图表9：南非各限电等级对应预计对居民影响

限电等级	预计电网减载功率	预计停电时间
阶段1	< 1000MW	每四天停电6小时
阶段2	< 2000MW	每四天停电12小时
阶段3	< 3000MW	每四天停电18小时
阶段4	< 4000MW	每四天停电24小时
阶段5	< 5000MW	每四天停电30小时
阶段6	< 6000MW	每四天停电36小时
阶段7	< 7000MW	每四天停电42小时
阶段8	< 8000MW	每四天停电48小时

图表10：2022-2023 年南非进入严重限电阶段（小时）

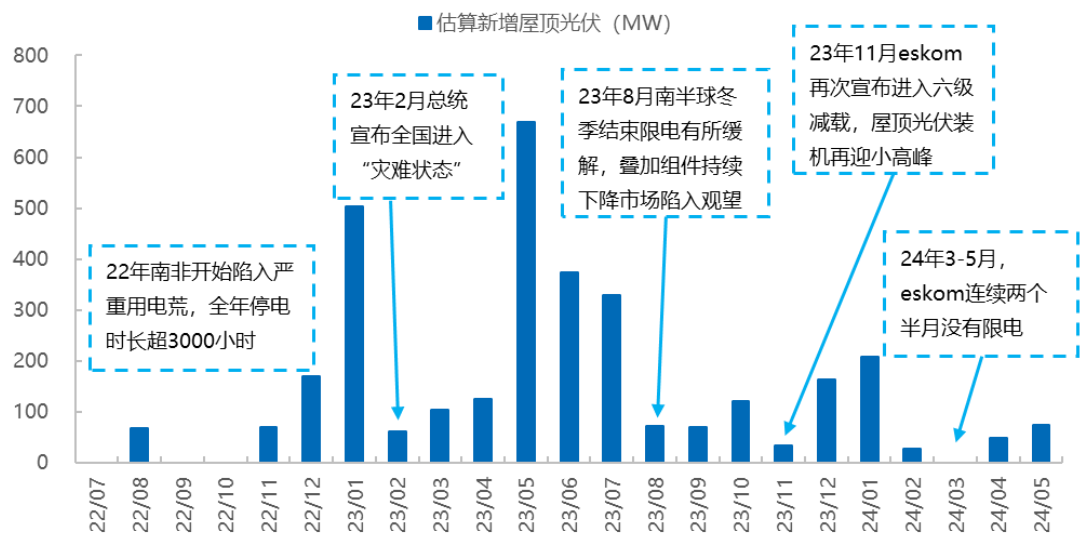


来源：Eskom, 国金证券研究所

来源：CRSES, 国金证券研究所

复盘南非过去两年月度屋顶光伏装机变化，历次装机高点均发生在限电程度有所加剧之后。2022 年南非陷入严重用电荒，离网系统开始加速渗透；2023 年 2 月，南非总统宣布全国进入灾难状态，叠加南半球 5-6 月南半球逐步进入冬季，进一步催化终端需求释放；8 月后，由于冬季结束叠加全球组件持续下跌，终端消费热情有所降低，但随着 11 月 eskom 再次宣布进入 6 级减载状态，南非屋顶光伏装机在 2023 年四季度再次迎来小高峰。

图表11：复盘：南非屋顶装机高峰阶段均发生在限电加剧之后

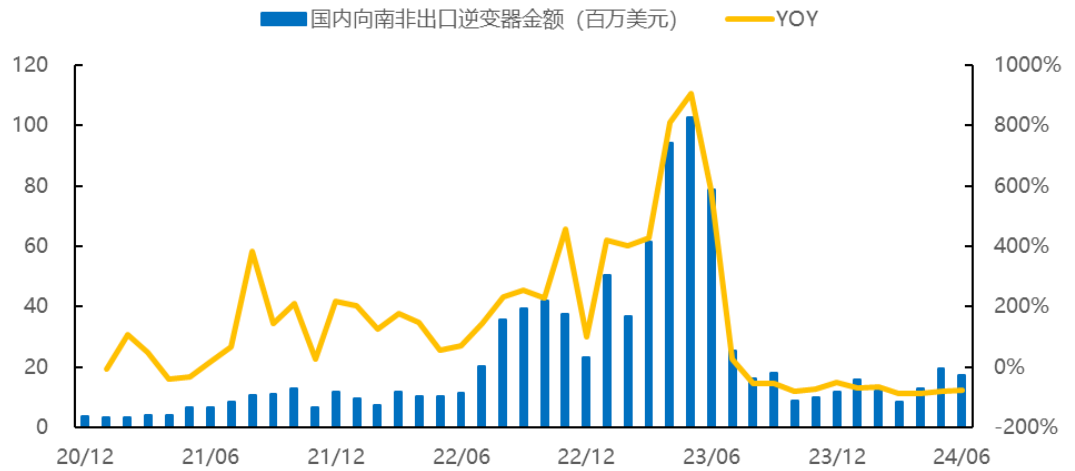


来源：Eskom, 国金证券研究所

限电问题暂时缓解叠加 2023 年库存尚在消化，南非户储需求下降。根据 Eskom 公告，截至 7 月 12 日，南非连续 107 天未发生减载事件，叠加 2023 年由于过量输入导致的累库问题，2024 年南非户储进口需求有所放缓，据海关总署，2024 年 1-6 月国内向南非出口逆变器 0.86 亿美元，同比-79.7%。



图表12: 2024年1-6月国内向南非出口逆变器0.86亿美元, 同比-79.7%

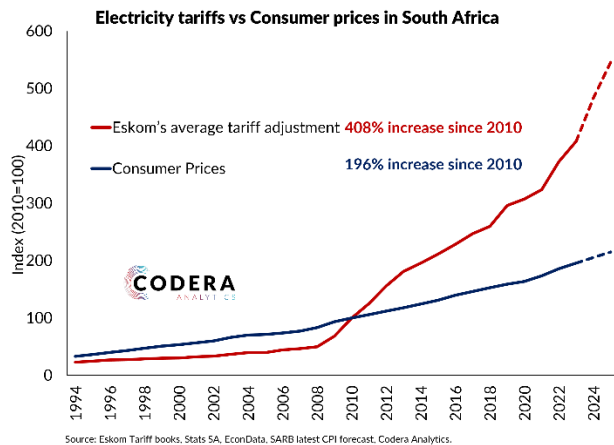


来源: 海关总署, 国金证券研究所

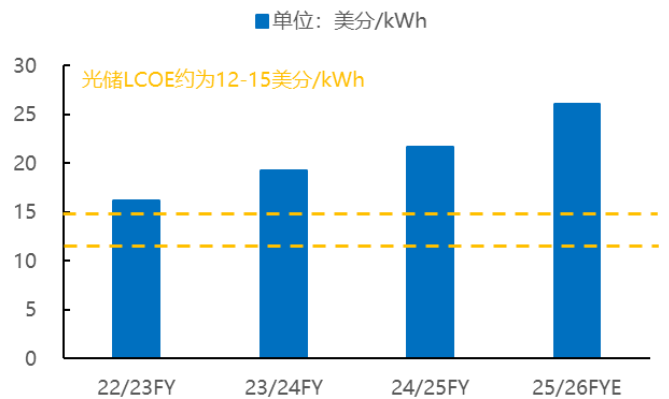
**Eskom 计划大幅调高居民电价, 经济性有望刺激南非光储需求再次增长。**为了弥补发电成本上升, 2023年12月 Eskom 宣布 2024年7月起居民电价上调 12.74%, 预计上调后南非月耗电量为 200kWh 的家庭用电价格将来到 22 美分/kWh 左右。根据我们测算, 即使考虑今年7月实施的 10%新关税政策, 目前南非 5kW 光储系统度电成本约在 12-15 美分/kWh 左右, 相较居民电价已有充分经济性优势。此外, 据 Codera 报道, 2010 年以来南非居民电价保持每年 15% 的超高增速, 预计 2025 年居民电价或仍将继续保持这一趋势, 即使后续南非缺电状态大幅缓解, 光储系统需求仍有望通过转向经济性需求逻辑进而保持增长。

图表13: 预计 2024 年南非电费仍将高速增长

图表14: 南非户用光储 LCOE 相较居民电价已有一定优势



来源: CODERA, 国金证券研究所



来源: Eskom, 国金证券研究所

### 2.2.2 巴基斯坦: 电价快速上涨, 推动离网光伏需求持续增长

巴基斯坦光储市场爆发的背景与南非市场比较相似, 都与当地脆弱的电力市场环境密切相关。巴基斯坦电网长期拉闸限电, 一方面是发电能力不足, 另一方面是输电和配电网络陈旧老化、线损率高, 特别是在夏季等用电高峰期, 电网不堪重负, 停电成为常态。2023 年, 为了获得 IMF 的国际援助, 巴基斯坦政府被要求提升电力价格从而增加政府收入, 导致居民电价大幅上涨, 推动户用光伏需求高增。

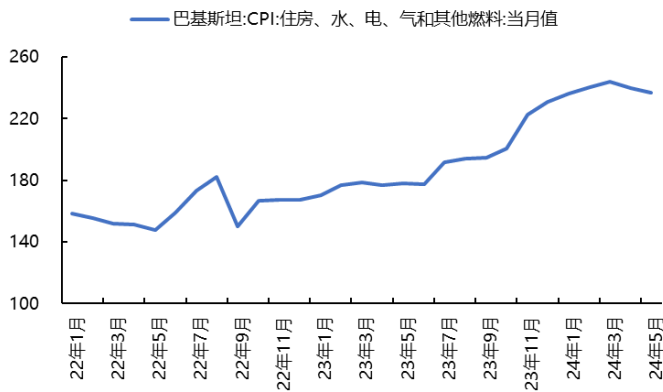
2024 年巴基斯坦居民电价继续加速上涨, 增长逻辑有望逐步向经济性过渡。据《黎明报》报道, 6 月巴基斯坦国家电力监管局 (NEPRA) 宣布将在 7 月宣布全国统一电费上调 20%, 上涨后的居民电价来到 30.6-48.8 卢比 (约 10.7-17.4 美分) /kWh, 部分光照条件较好的地区的光储系统度电成本或已具备竞争优势。





图表15: 23年以来巴基斯坦电价持续高涨推动CPI上行

图表16: 涨价后巴基斯坦居民电价达11-17美分/kWh

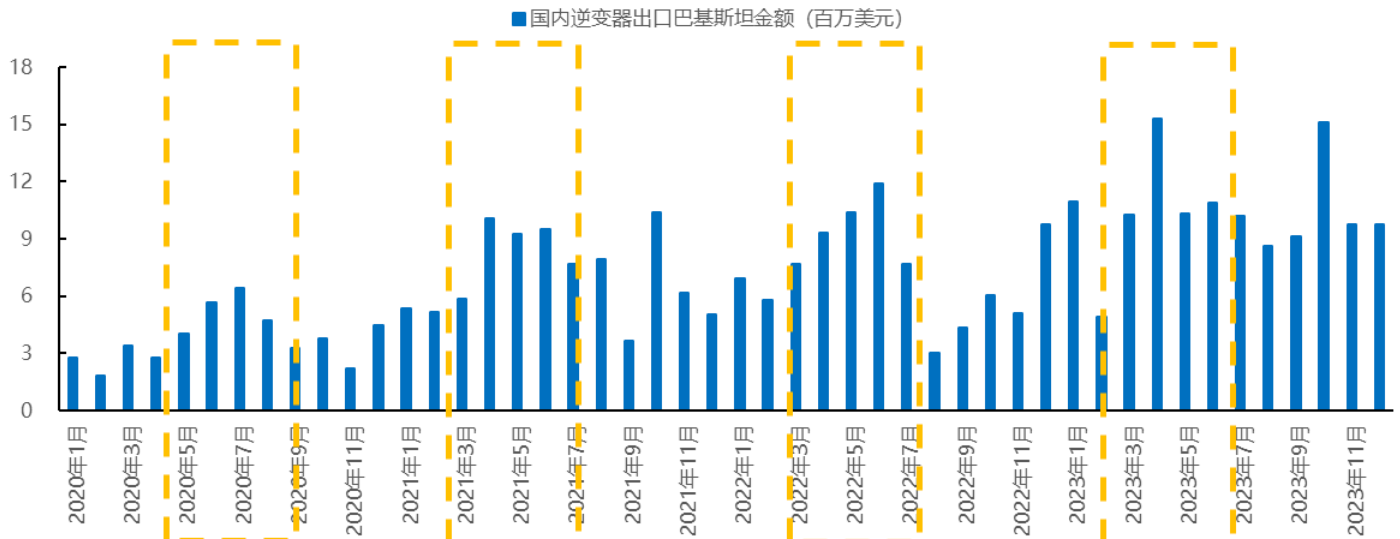


2024年7月巴基斯坦居民非保障用电电力价格		
	卢比/kWh	美分/kWh
0-100kWh	30.64	10.7
101-200kWh	33.76	11.9
201-300kWh	36.89	13.0
301-400kWh	39.93	14.2
401-500kWh	41.15	14.6
501-600kWh	42.4	15.1
601-700kWh	43.79	15.6
超过700kWh	48.84	17.4

来源: ifind, 国金证券研究所

来源: NEPRA, 国金证券研究所

图表17: 复盘巴基斯坦过去四年逆变器进口数据可以发现具备较为明显的季节性特征



来源: 海关总署, 国金证券研究所

目前巴基斯坦储能需求偏向能源保供居多,主要原因在于当前巴基斯坦光伏系统实施净计量政策,配储对经济性提升意义不大。但考虑 IMF 债务要求下,巴基斯坦电费收入存在刚性需求,预计后续可能会向总计量或上网电价转变,从而大幅提升配储的经济性。此外,由于居民收入较低,部分配储需求转而采用更廉价的铅酸电池满足,进一步扩大光储系统的下沉能力。

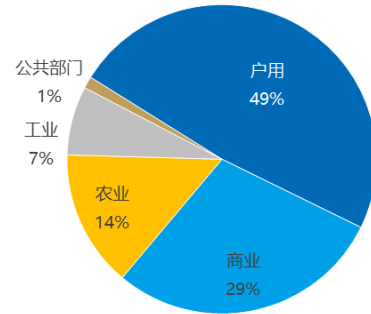
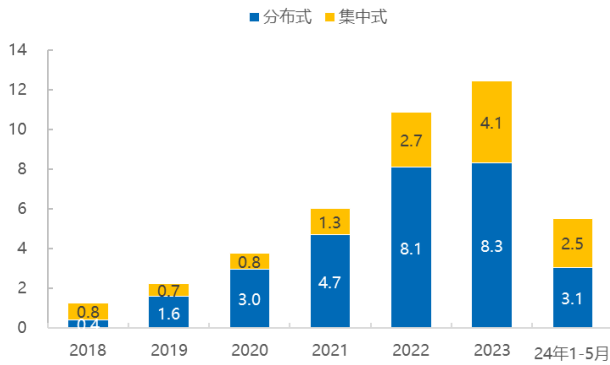
### 2.2.3 巴西: 政策稳定, 利率下降后分布式光伏经济性明显

长期以来巴西分布式是巴西光伏装机的绝对核心,2023年巴西净新增光伏装机约12.4GW,其中分布式光伏装机约占三分之二,2024年1-5月分布式光伏装机约3.1GW。巴西分布式以户用为主,截至2024年5月,在29.3GW已安装分布式光伏装机中,户用装机占比约49%,工商业、工业以及公共部门占比约51%。



图表18: 分布式光伏是巴西游装机的主要部门 (GW)

图表19: 29.3GW 分布式装机中户用占比接近一半 (GW%)



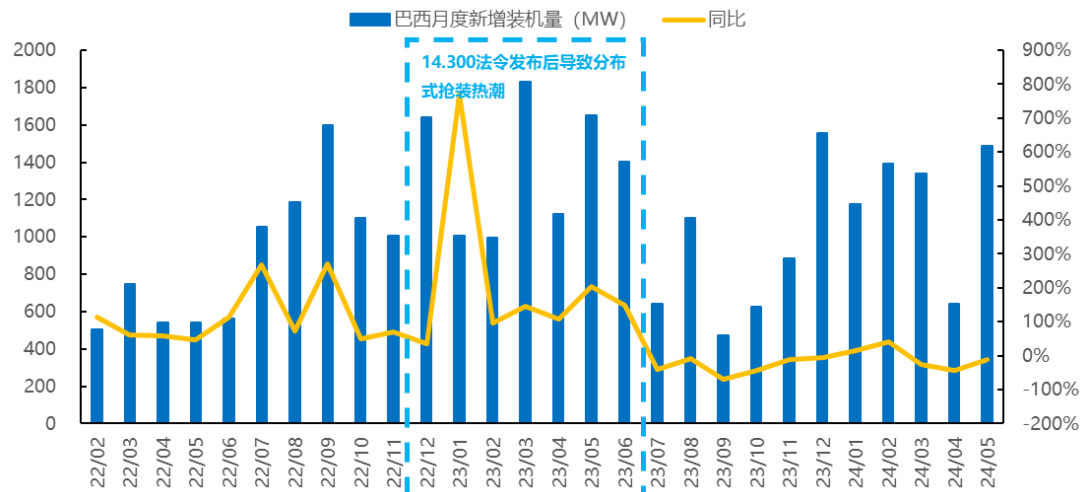
来源: absolar, 国金证券研究所

来源: absolar, 国金证券研究所

受政策改革影响巴西 2023 年下半年光伏装机略有下降。2023 年 1 月巴西政府 14.300 号法令正式落地, 为分布式发电引入了新的电力框架。根据法案规定, 在 2023 年 1 月 7 日前提交并网申请且低于 5MW 的光伏项目有权在 2045 年之前继续享有净计量机制, 为了保留旧电力框架下的优惠, 大量用户赶在新规上路前递交并网申请。根据法案规定, 所有申请并网的系统必须在 2023 年年底前装机并网, 推动巴西光伏装机在 2023 年一季度及 12 月均实现较快增长。

利率下调叠加组件价格下降, 抢装期限结束巴西高水平光伏装机验证旺盛需求。2023 年抢装热潮结束后, 巴西光伏装机并未如市场预期般迅速退坡, 反而依然保持旺盛的需求, 根据 absolar, 巴西 5 月新增光伏装机 1.49GW, 同比-10%, 环比+132%; 1-5 月累计装机 6.0GW, 同比-9%, 在去年上半年由于抢装导致高基数的背景下, 1-5 月巴西光伏装机仍然保证同比持平略减的装机水平, 我们认为主要由于政府下调利率、组件价格持续下降, 以及集中式项目的支撑。

图表20: 2024 年 1-5 月巴西实现光伏净新增装机 6GW, 去年抢装高基数下同比基本持平

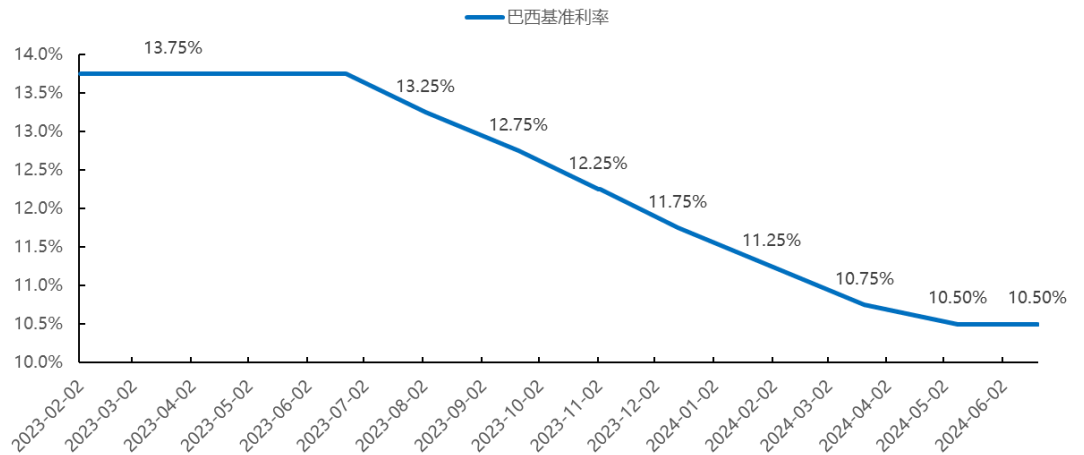


来源: absolar, 国金证券研究所

利率方面, 巴西在 2021 年开始逐步加息, 基准利率从 2021 年初的 2% 逐步上调至 13.75%, 2023 年 8 月以来, 巴西央行开启降息周期并在 9 个月内连续 7 次下调政策利率至 10.50%。降息刺激下, 巴西分布式光伏消费热情有所回升, 据巴西本土光伏咨询 Greener 报告显示, 2023 年开始的降息周期推动了终端消费者的消费热情, 2022 年受高利率影响, 通过融资购买分布式光伏系统的比例约为 30%, 到 2023 年这一比例上升至 53%。



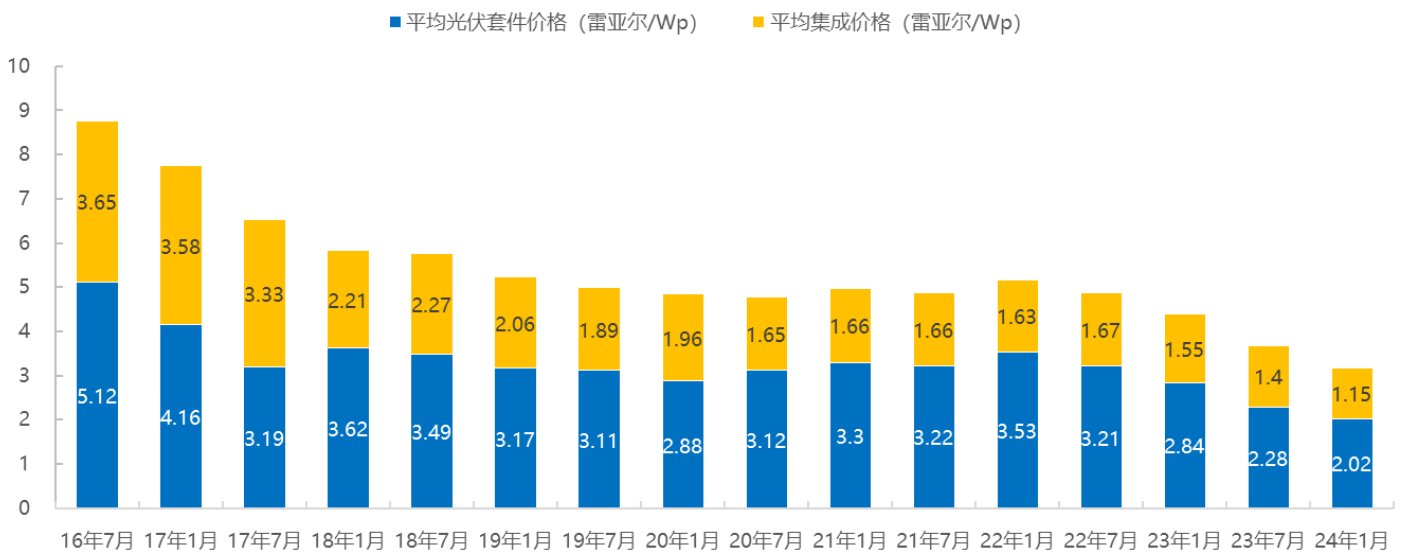
图表21: 2023年8月以来, 巴西央行已下调7次基准利率



来源: ifind, 国金证券研究所

系统价格方面, 2023年组件降价带动光伏系统价格大幅降低, 根据 Greener 发布的数据, 2024年1月光伏套件价格约 2.02 雷亚尔 (约 0.37 美元) /W, 含集成商服务及利润的系统价格为 3.17 雷亚尔 (0.58 美元) /W, 分别同比下降 28.87%/27.79%。

图表22: 2024年1月巴西 4kw 户用光伏系统价格同比下降 27.79%

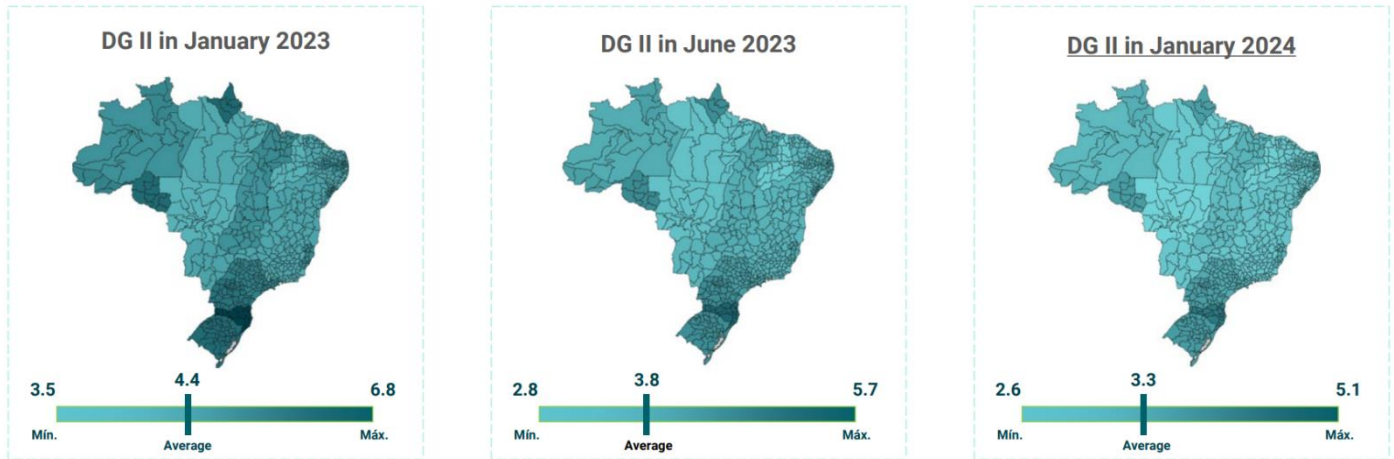


来源: Greener, 国金证券研究所

价格大幅下降背景下, 巴西户用光伏系统回收期大幅缩短。根据 Greener 计算, 对于户用 4kw 小型光伏系统而言, 2023年1月的项目回收期大概在 3.5-6.8 年, 全国平均为 4.4 年, 而在 2023年组件价格大幅下降之后, 2024年1月全国各地项目回收期则降低至 2.6-5.1 年, 平均为 3.3 年, 较 2023年1月大幅缩短 25%。



图表23: 24年1月巴西4kw户用光伏系统平均回收期为3.3年, 相较23年6月/23年1月缩短25%/13%



来源: Greener, 国金证券研究所

### 2.2.4 印度: 补贴政策加码, 缺电因素催化, 户用光伏开启长周期景气

2019年3月, 印度政府启动了屋顶光伏计划的第二阶段, 并推出了一项预算高达1181.4亿卢比的屋顶光伏补贴政策。该政策旨在通过补贴屋顶光伏系统, 激励4GW的户用光伏装机, 以实现到2026年全国40GW装机的目标。到2024年2月, 印度政府宣布“总理太阳能之家: 免费电力计划”(PM-Surya Ghar Muft Bijli Yojan)以替代第二阶段的屋顶光伏计划。与前一版本的补贴政策相比, 2024年政策在覆盖的消费者群体和预算上限方面有显著不同:

1) 覆盖人群更广, 低收入群体有望充分受益: 与2019版政策相比, 2024年的政策对低收入群体更为有利。虽然单个系统可获得的补贴上限有所降低, 但对于3kW及以下的小型系统, 每千瓦的补贴力度实际上增加了近一倍。以2kW的屋顶光伏系统为例, 2019年的政策提供的补贴大约为29176卢比(约350美元), 而2024年的政策则提供高达60000卢比(约720美元)的补贴, 补贴比例由25%左右上升至50%以上, 有助于将屋顶光伏系统推广到更广泛的低收入群体。

2) 预算上限大幅提升, 预计将带来22-25GW的户用光伏需求: 2019版政策补贴预算上限为1181亿卢比, 其中分配给居民的预算仅为660亿, 对应户用屋顶规模约4GW, 而2024版政策将住宅预算大幅提高至6570亿卢比, 对应户用屋顶规模约22-25GW, 有望在未来四年每年新增4-5GW户用光伏装机。

图表24: 与2019年屋顶光伏补贴政策比较, 2024版政策预算大幅提升且对低收入群体更加友好

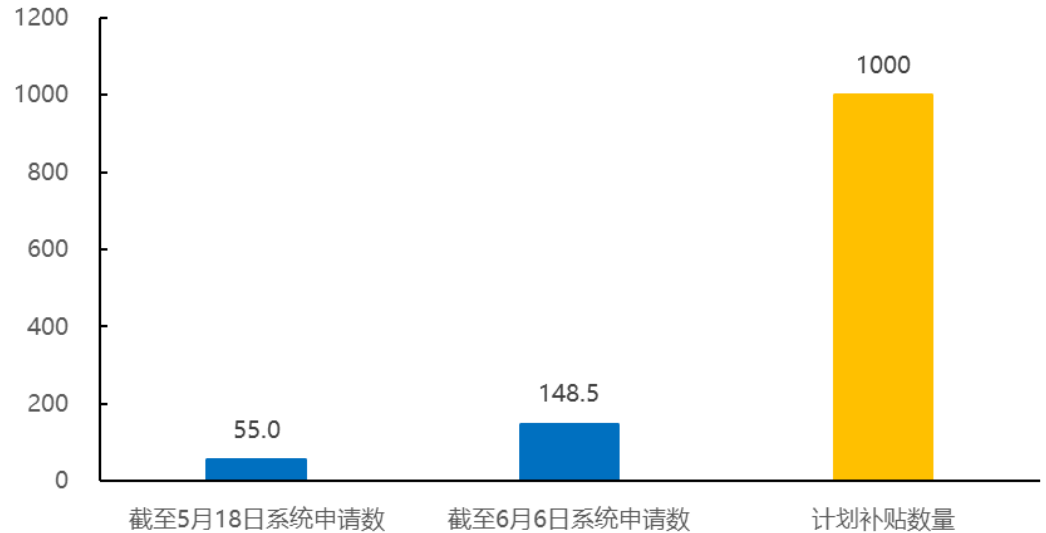
计划	屋顶光伏计划: 第二阶段		总理太阳能之家: 免费电力计划	
推出日期	2019年3月		2024年2月	
补贴模式	阶梯式补贴			
补贴金额	0-3kW部分	每kW补贴14588卢布	0-2kW部分	每kW补贴30000卢布
	3-10kW部分	每kW补贴7294卢布	2-3kW部分	每kW补贴18000卢布
	补贴金额上限	$(3 \times 14588 + 7 \times 7294) = 94822$ 卢布(约1138美元)	补贴金额上限	$(2 \times 30000 + 1 \times 18000) = 78000$ 卢布(约936美元)
补贴预算	预算1181.4亿卢比, 其中660亿分配给住宅; 498.5亿分配给供电公司		预算7502.1亿卢比, 其中针对6570亿卢比用于住宅	
项目目标	实现4GW户用屋顶光伏装机		计划覆盖一千万户家庭, 预计规模约为22-25GW	
实施期限	至2026年3月31日		至2027年3月31日	
补贴要求	安装中使用的光伏组件必须满足本地化生产条件, 系统的采购必须从注册的供应商采购			

来源: 印度新能源和可再生能源部、PV magazine, 国金证券研究所



极端高温催化用电需求，屋顶光伏有望加速渗透。5月下旬，印度北部经历了持续的高温，5月29日德里市区记录到了创纪录的49.1摄氏度高温，这导致了空调等电器使用量的激增。5月30日，印度的电力需求达到了250GW的峰值，创下了新纪录，首都德里市区因此出现了大规模且持续的停电现象。持续高温及部分地区的停电有望推动户用屋顶光伏系统的迅速普及。根据印度新能源与可再生部披露，2月13日开放系统申请以来，截至6月6日，全国各邦补贴申请数达148.5万份，较5月18日增加93.5万份。

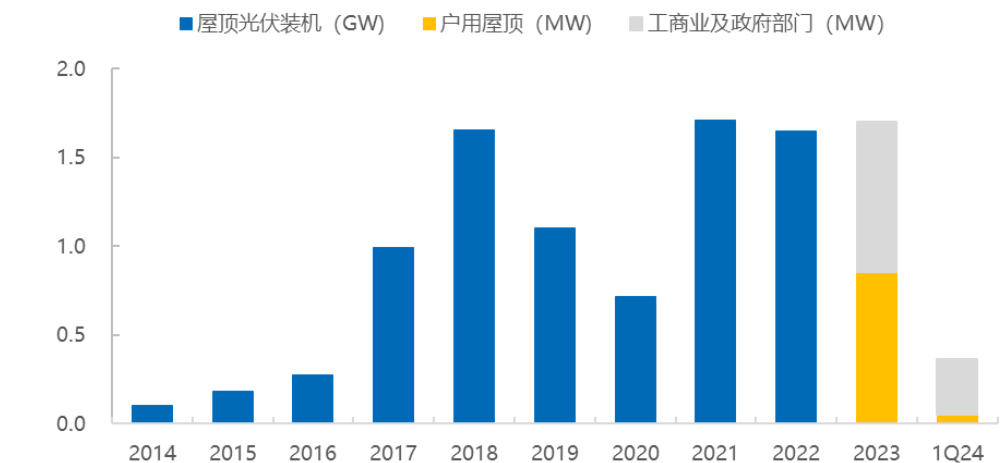
图表25：印度补贴申请系统开放后不到4个月收到148.5万份申请（万份）



来源：印度新能源与可再生能源部，国金证券研究所

2023年印度屋顶光伏装机规模较小，未来四年增速可观。据Mercom统计，2023年印度屋顶光伏实现装机1.7GW，同比增长3.7%，其中户用屋顶光伏占比约50.5%，对应装机约0.9GW。与免费电力计划的每年4-5GW装机仍有较大差距。2024年一季度印度屋顶光伏装机约367MW，其中户用占比约14%。装机量较低的原因主要包括对新补贴计划实施的期待、官僚程序导致的审批过程延长，以及由于申请人数激增导致的系统过载。随着这些不利因素的逐渐消除，预计印度屋顶光伏的装机速度将在未来显著加快。

图表26：2023年印度户用光伏装机占整体屋顶光伏的50.5%



来源：Mercom，国金证券研究所

### 2.3 试论可持续性：持续降本带动系统下沉，经济性优势构成长期增长理由

我们认为当前新兴市场的需求仍在起步阶段，预计在中长期内依旧有望继续保持良好增速。

#### 2.3.1 组件、电池价格下跌带动系统成本下降，中等收入国家已具备购买能力

根据人均国民总收入这一标准，世界银行将各个国家及地区分为低收入、中低收入、中高



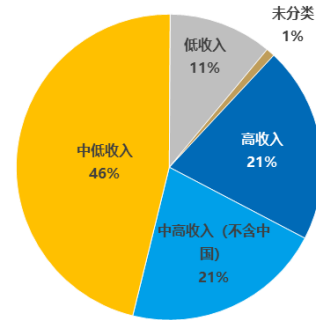


收入及高收入四个类别，对应划线标准分别为 2023 年人均国民总收入 1145、4515、14005 美元。根据世界银行分类及 2023 年各国人口数据，剔除中国后 2023 年世界各国人口占比分别为：高收入国家人口占比 21%，中高收入国家占比约 21%，中低等收入国家占比 46%，低收入国家占比 11%。

图表27：世界银行 2023 年国家或地区分类标准

世界银行分类标准	
低收入	2023年人均国民总收入小于等于1145美元
中低收入	2023年人均国民总收入在1146-4515美元
中高收入	2023年人均国民总收入在4516-14005美元
高收入	2023年人均国民总收入不低于14005美元

图表28：剔除中国后中等收入国家约占世界人口的 67%

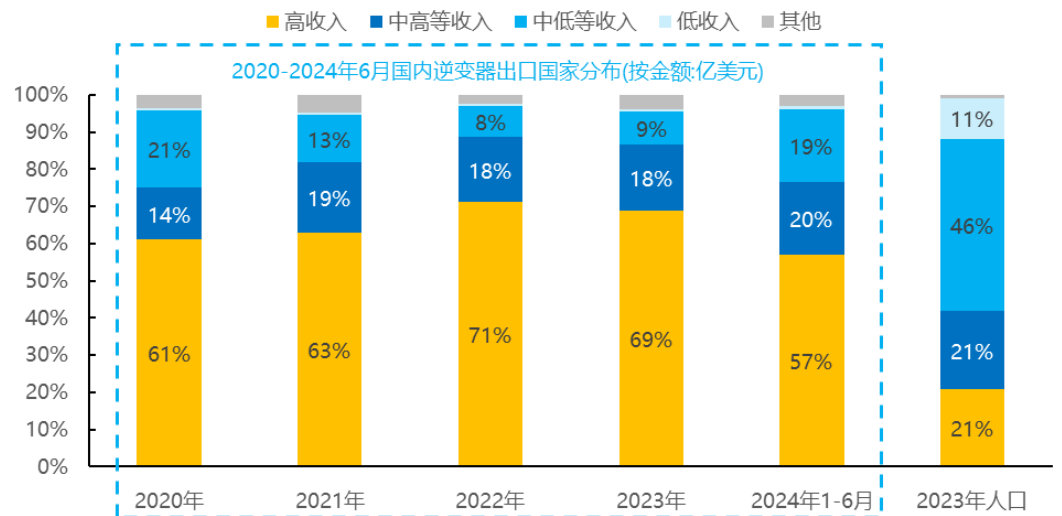


来源：世界银行，国金证券研究所

来源：世界银行，国金证券研究所

尽管中等收入国家人口占海外人口的 67%，但由于过去分布式光伏系统高昂的初始成本，其消费市场仍以高收入国家或地区为主。从逆变器出口金额数据来看，过去四年内国内出口逆变器金额中高收入国家占 60-70%，中等收入国家占比仅约 30-40%。尽管 2024 年 1-5 月的出口节奏有所调整，但是相较人口结构仍有较大差距。

图表29：人口占比为 21%的高收入国家或地区从中国进口的逆变器金额占 60%-70%

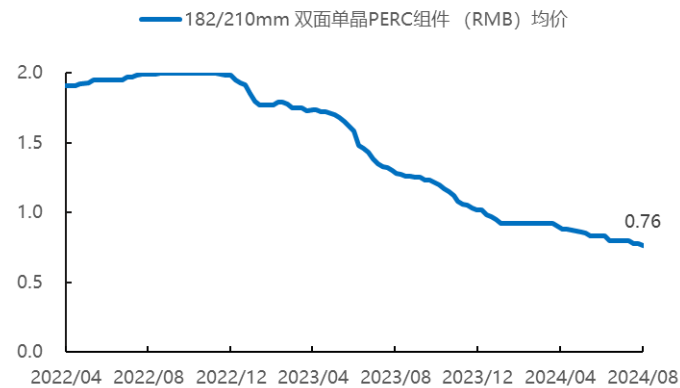


来源：海关总署、世界银行，国金证券研究所

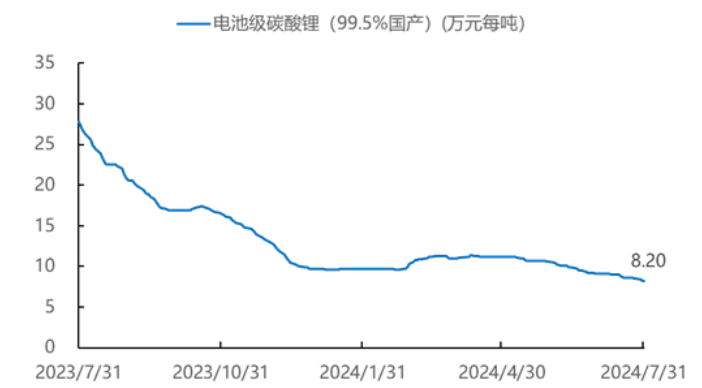
组件价格及碳酸锂价格快速下降是本轮分布式光储系统能够下沉至中等收入国家的主要原因。2023 年年初至今，国内 PERC 组件的单位均价从接近 2 元/W 一路下降至 0.9 元/W 以下，储能电池的主要成本碳酸锂也在 2023 年从 30 万元/吨快速下降至 8-9 万元/吨左右，带动储能电池价格大幅下降，显著提升配储的性价比，增强在下沉市场的渗透能力。



图表30: 2023-2024 年组件价格大幅下降



图表31: 电芯主要成本碳酸锂价格大幅下降



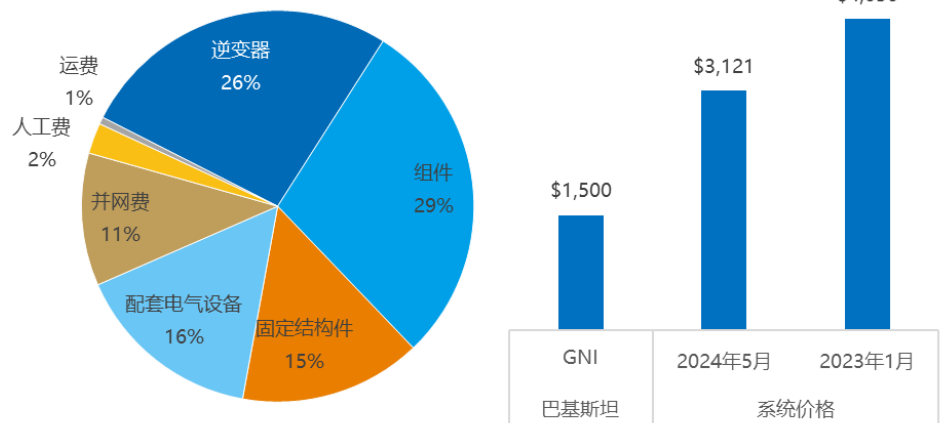
来源: Infolink Consulting, 国金证券研究所

来源: SMM 锂电, 国金证券研究所

组件约占户用光伏系统成本的 30%-40%，降价带动弹性效应显著。根据巴基斯坦光伏产品购买网站 Bright solar 给出的 2024 年 5 月报价单，5kW 户用光伏系统的样例报价单约 3121 美元，其中组件价格占比约 29%，参考国内 PERC 组件下降幅度，预计 2023 年 1 月系统成本约为 4050 美元，降幅大约为 23%，考虑到 2023 年巴基斯坦的人均国民总收入仅为 1500 美元，组件下降带来的购买力提升预计相当显著。

图表32: 23 年以来的组件价格下降预计带来约 25%的系统价格下降

2024年5月巴基斯坦5kW屋顶光伏系统成本构成



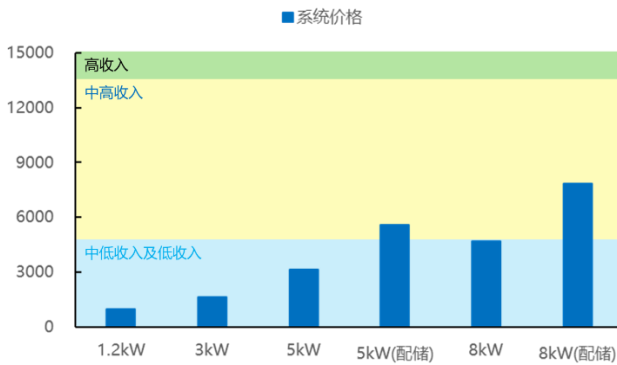
来源: Bright Solar、世界银行, 国金证券研究所测算

从国民人均收入条件来看，我们判断当前小型光储系统价格已降至中等收入国家居民能承担的合理范围。预计中低收入国家主要居民或有能力购买小容量锂电池或使用铅酸电池进行平替，而中高收入国家或地区及中低收入国家的富裕阶层则已具备较大规模备用储能系统的购买能力。



图表33: 中等收入国家已基本具备购买分布式光伏系统的能力 (美元)

图表34: 不同功率规模户用系统负载应用场景



功率 (kW)	应用场景/负载能力	适宜人群 (单月耗电量)
1.2kW	风扇*3, 灯*5, 冰箱*1, LED电视*1, 洗衣机*1	130-150kWh
3kW	空调/熨斗*1, 风扇*3, 灯*5, 冰箱*1, LED电视*1, 洗衣机*1	250-350kWh
5kW	空调/熨斗*1, 风扇*5, 灯*10, 冰箱*1, LED电视*1, 洗衣机*1	400-600kWh
5kW(配储)		
8kW	微波炉*1, 空调/熨斗*1, 风扇*6, 灯*12, 冰箱*1, LED电视*1, 洗衣机*1	900-1000kWh
8kW(配储)		

来源: 世界银行、menlo electric、Bright Solar, 国金证券研究所

来源: Bright Solar, 国金证券研究所

### 2.3.2 持续性: 短期看极端天气频发催化, 长期看电网限制、经济性提升

短期看, 极端天气导致电网崩溃事件频发, 催化储能需求释放。在全球变暖的大背景下, 极端天气事件在世界各地频繁发生。一方面, 夏季的极端高温导致空调等电器的使用量激增, 进而显著提高了电力需求, 对各国的能源供应系统构成了严峻挑战。另一方面, 极端高温等恶劣天气条件对发电站和电网的正常运作产生了不利影响。特别是对于那些水电占比较大的国家, 高温引发的干旱导致发电量同比下降, 这可能会引发大规模、长时间的电力中断, 造成严重的社会和经济影响。

图表35: 年初以来发生极端天气造成恶劣电网事故汇总

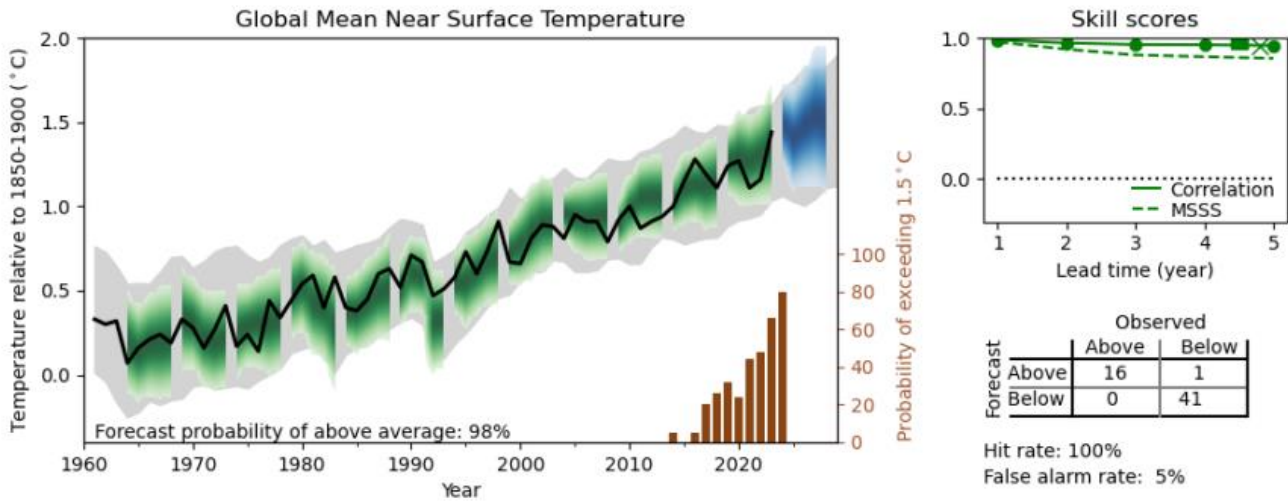
停电时间	国家或地区	停电原因
2024年6月	津巴布韦&赞比亚	干旱导致的水位下降, 水电站发电大幅减少
2024年6月	埃及	气温急剧上升导致燃料供应不足, 延长每日停电时间
2024年4月	厄瓜多尔	极端天气导致电网及输送线路崩溃
2024年5月	菲律宾	高温导致发电站停运或降低运行容量
2024年5月	墨西哥	高温导致用电需求过载
2024年	尼日利亚	系统故障导致的电网崩溃
2024年6月	巴尔干半岛	高温导致线路故障
2024年5月	印度	高温导致用电需求过载
2024年	巴基斯坦	高温导致用电需求过载, 停电加剧

来源: 央视新闻、央视财经、彭博社、今日巴基斯坦等, 国金证券研究所

极端高温或成常态, 有望支撑分布式光储需求持续释放。根据联合国世界气象组织(WMO)发布的最新报告, 在未来5年中, 有80%的可能性至少有一年的全球年平均温度将比工业化前水平暂时高出1.5°C, 预计2024至2028年每年全球平均近地表温度将比1850-1900年基线高出1.1°C至1.9°C。报告指出, 这些年份中可能(86%)至少有一年将创下新的温度纪录, 超过2023年这一目前最热年份。



图表36: 根据世界气象组织预测, 2024-2028 年有 86% 的可能最高温度创下新的历史记录



来源: 世界气象组织, 国金证券研究所

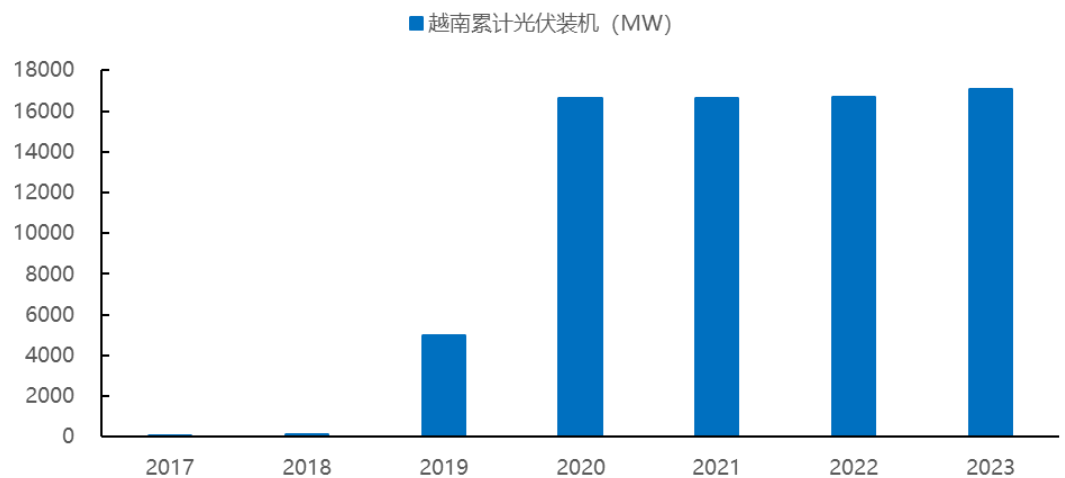
长期看, 我们认为新兴市场小储需求主要来自于电网限制形成的配储需求以及度电成本已具备一定优势后市场渗透率的提升。

电网限制可分为两类, 即容量限制与输送限制:

1) 容量限制: 越南市场是容量限制的典型性市场, 2017-2020 年越南光伏装机受高额上网电价刺激迅速爆发, 两年间新增装机规模超 16.5GW。受电网容量限制, 上网电价政策于 2020 年到期, 此后越南光伏新增装机陷入停滞。随着光储系统价格下沉至中等收入国家居民消费范畴, 在电网容量限制的背景下, 随着光储系统经济性逐步提升, 配储有望成为分布式光伏的主流做法。

2) 输送限制: 受电网建设成本较高及岛屿等地理因素造成的电网建设困难影响, 截至 2022 年, 全球仍有 6.85 亿人无法获得电力, 且主要集中于南亚、非洲以及部分岛屿型国家。以东南亚为例, 菲律宾及印尼等国家均包含多个小型岛屿, 建立输电系统为这些地区输送电力存在一定困难, 离网光储系统在这些地区存在旺盛的需求。

图表37: 2021 年后越南新增光伏装机完全陷入停滞



来源: EI, 国金证券研究所

当前光储系统度电成本在部分光照环境较好的地区已能实现 12-15 美分的度电成本, 相较于菲律宾、南非等地区的居民电价已经具备竞争优势, 但受限于前期投入成本较大、市场培



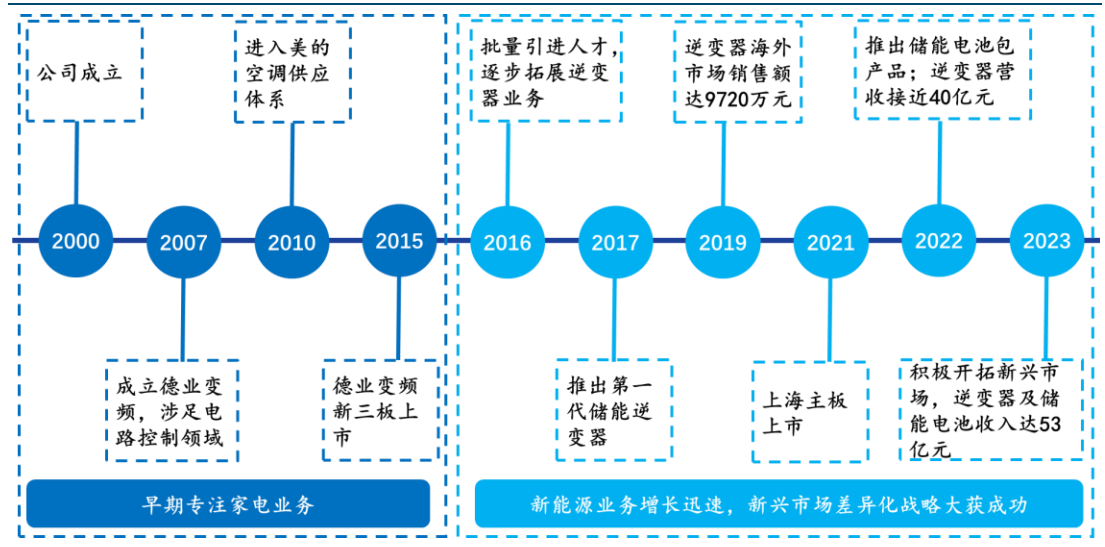
育不完善导致消费者渗透率较低，随着国内企业持续出海开拓，有望引导地区需求健康释放。

### 3、差异化路线形成先发优势，家电基因赋能成本壁垒

#### 3.1 家电企业华丽转身，新能源造就第一轮增长周期

公司成立于2000年，早期以家电业务为主，并在发展中逐步实现从钣金件、注塑件等低附加值产品供应商到美的核心变频控制解决方案供应商的高端化转型。2016年，公司批量引进技术人才，逐步拓展逆变器业务，并在2017年成功推出第一代储能逆变器产品，开启新能源行业新征程。

图表38：发展历程：从家电到新能源



来源：公司官网、公司公告，国金证券研究所

目前公司主营产品覆盖家电及新能源两大板块，覆盖产品包括逆变器、储能电池、热交换器和除湿机：1) 逆变器：公司逆变器产品覆盖储能逆变器、组串式逆变器及微型逆变器三大品类，主要瞄准户用及工商业应用场景；2) 储能电池：储能电池产品主要与储能逆变器配套形成储能系统，同样面向户用及工商业应用场景，同时2024年公司亦推出集成逆变器及电池的户用及工商业一体机产品，为用户提供更多选择；3) 热交换器：热交换器属于空调核心零部件之一，公司产品主要包括蒸发器和冷凝器；4) 除湿机：公司除湿机产品包括家用除湿机、工业除湿机及非标准除湿机，覆盖家用、工业以及各类应用场景。

图表39：公司主要产品及应用场景

行业	产品	品类	产品参数覆盖	主要应用场景
新能源	逆变器	储能逆变器	功率：3kW-100kW	户用、工商业
		组串逆变器	功率：1.5kW-136kW	户用、工商业、地面电站
		微型逆变器	功率：0.3kW-2kW	户用（阳台）
	储能电池	电池	高压/低压	户用、工商业
一体机		高压/低压	户用、工商业	
家电	热交换器	蒸发器	-	空调零部件
		冷凝器	-	
	除湿机	家用除湿机	日除湿量≤90L	家用除湿
		工业除湿机	日除湿量 90L-480L	工业除湿
	非标准除湿机	根据客户需求定制	大型仓库、实验室等特殊场景	

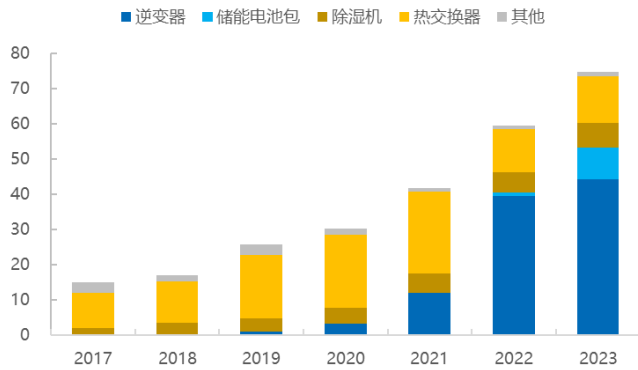
来源：公司公告，国金证券研究所

家电板块收入稳定，新能源业务高速增长。从收入增速看，近三年来传统家电业务受下游空调需求放缓收入保持稳定，新能源业务受益于南非、巴西及欧洲等地需求爆发增速较快，逐步成为公司的第一主业。从盈利能力来看，逆变器受益于销售规模扩张及研发推进持续降本影响，毛利率持续改善，储能电池、除湿机及热交换器毛利率保持相对稳定。

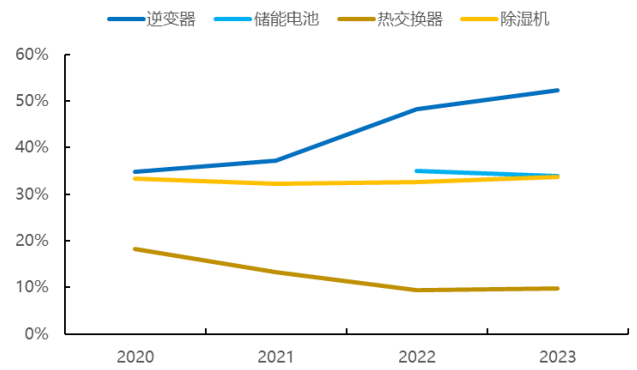




图表40: 家电业务保持稳定, 新能源高速增长 (亿元)



图表41: 规模效应带动下逆变器业务毛利率持续改善

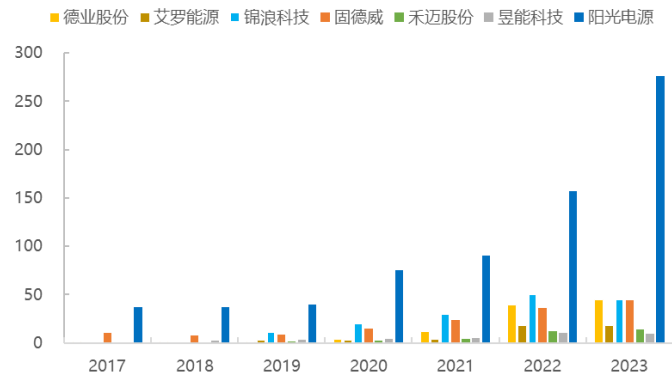


来源: ifind, 国金证券研究所

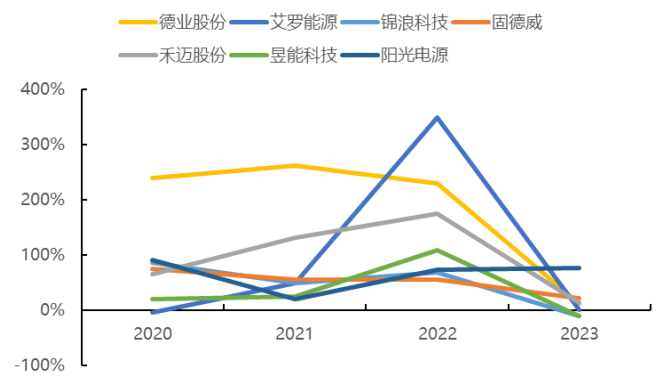
来源: ifind, 国金证券研究所

从收入规模及增速来看, 尽管公司入局逆变器较晚, 但发展速度较快, 2020-2022年逆变器业务收入增速大幅领先行业平均水平, 2023年公司逆变器收入规模已达到逆变器行业第二梯队、户用逆变器第一梯队水平。

图表42: 公司逆变器收入在国内位列第二梯队 (亿元)



图表43: 公司逆变器业务收入增速好于行业平均水平

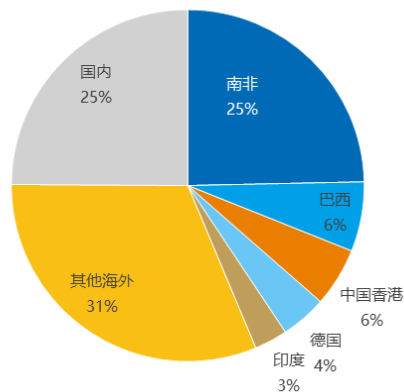


来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

不同于其他分布式逆变器企业, 公司逆变器销售地区主要分布在南非、巴西、印度等新兴市场国家。2023年公司逆变器及储能电池包合计收入53.14亿元, 其中国内收入13.2亿元, 占比约24.9%, 海外收入占比75.1%, 其中南非、巴西、印度分别占比24.7%、6.4%、3.0%。

图表44: 公司逆变器销售主要选择南非、巴西、印度等新兴市场发力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

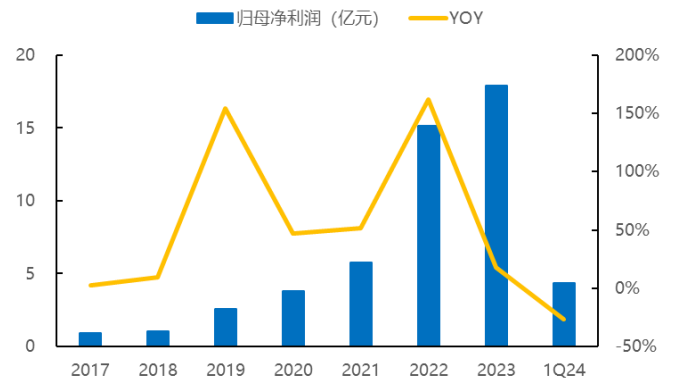
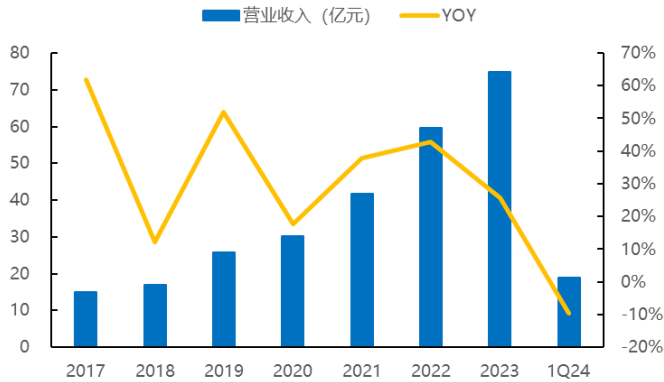


受南非需求放缓及去年高基数影响，2024 年一季度业绩略有下降。2024 年一季度公司实现营业收入 18.84 亿元，同比下降 9.64%，实现归母净利润 4.33 亿元，同比下降 26.48%。

公司发布 2024 半年报业绩预告，上半年实现归母净利润 11.8-12.8 亿元，其中 Q2 实现归母净利润 7.5-8.5 亿元，环比增长 73%-96%。

图表45: 2017-1Q24 公司营业收入 (亿元)

图表46: 2017-1Q24 公司归母净利润 (亿元)



来源: ifind, 国金证券研究所

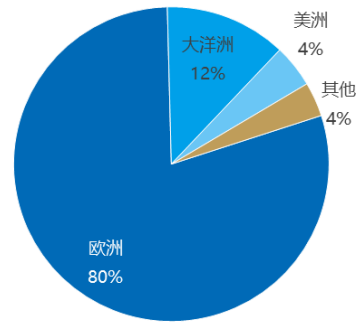
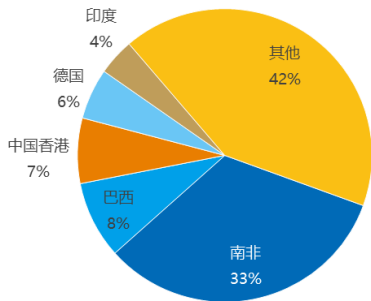
来源: ifind, 国金证券研究所

### 3.2 差异化布局新兴市场，渠道先发优势渐显

公司逆变器起步相对国内其他同行较晚，因此在前期重点市场选择上以南非等新兴市场为主，这一选择为公司形成两大优势：第一、新兴市场初始规模较小，市场参与者较少，前期竞争压力相对较低；第二、在市场早期完成消费习惯的培育后能够在市场需求爆发之时取得先发优势，形成较强的渠道壁垒和口碑效应。

图表47: 公司 2023 年海外收入分布

图表48: 固德威 2023 年海外收入分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 固德威公告, 国金证券研究所

从服务网点看，公司全球 11 个海外储能售后服务网点中，中等收入国家占比超过一半。从具体国家看，公司已在巴西、印度、南非、巴基斯坦、东南亚等进入高速增长阶段的国家，成功建立了完善的售后服务体系。随着这些新兴市场需求被进一步激发和释放，公司有望凭借其先发优势，充分把握并享受市场的高速增长所带来的红利。



图表49: 公司全球储能售后服务网点中, 中等收入国家占比超过一半



来源: enf, 国金证券研究所

公司在 2019 年以前便开始布局南非、巴基斯坦等新兴市场, 2019 年在南非、巴基斯坦储能逆变器出货量排名前三。在南非市场, 公司通过为当地知名度最大的逆变器品牌 SUNSYNK 贴牌生产逆变器产品, 实现较高市占率; 在巴基斯坦, 公司与最大的户用光伏品牌 Inverex 签订独家销售协议, 依靠 Inverex 强大的渠道及品牌能力进行贴牌销售。

此外, 公司在巴西及印度市场市占率也相对靠前。巴西市场方面, 根据 Greener 对巴西分布式光伏系统集成商调研显示, 公司 2022-2023 年连续两年逆变器品牌辨识度排名第二。

图表50: 德业连续两年在巴西分布式光伏系统集成商调研中逆变器品牌辨识度排名第二

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2023年	古瑞瓦特	德业	锦浪	SAJ	爱士惟	首航	阳光电源	伏能士	WEG	华为
2022年	古瑞瓦特	德业	SAJ	锦浪	伏能士	PHB Solar	阳光电源	禾迈	昱能	首航
2021年	古瑞瓦特	伏能士	SAJ	锦浪	德业	PHB Solar	阳光电源	阿特斯	首航	WEG

来源: Greener, 国金证券研究所

根据 Solfácil, 公司在 2024 年二季度巴西逆变器出货超过古瑞瓦特, 市占率排名第一, 从功率段来看, 公司在 10kW 以下的各功率段均实现较好的市占率水平。

图表51: 2024 年二季度, 公司在巴西 10kW 以下逆变器出货品牌占比排名第一

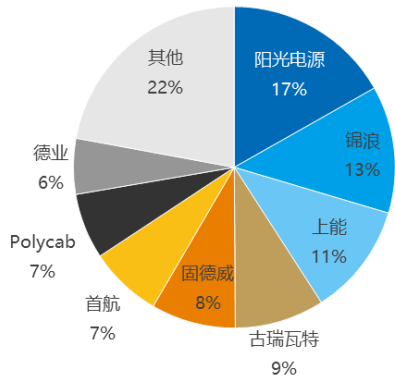
	Total	2-4 kWp	4-6 kWp	6-8 kWp	8-10 kWp	10-15 kWp	> 15 kWp
德业	22%	27%	25%	23%	20%	18%	18%
固德威	18%	14%	16%	16%	18%	20%	21%
古瑞瓦特	14%	16%	14%	13%	12%	15%	14%
锦浪	13%	11%	10%	14%	16%	14%	12%
爱士惟	8%	6%	9%	9%	8%	8%	9%
SAJ	7%	6%	7%	8%	7%	7%	6%
阳光电源	4%	2%	4%	4%	5%	3%	4%
首航	3%	2%	2%	2%	3%	2%	4%
WEG	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
正泰	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%
其他	11%	14%	10%	11%	9%	10%	10%

来源: Solfácil, 国金证券研究所

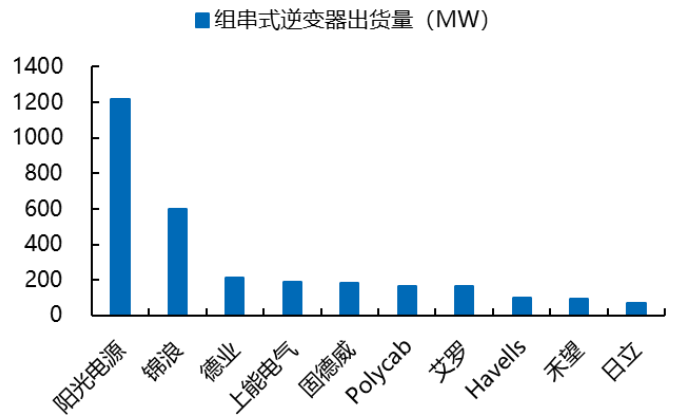
印度市场方面, 根据 JMK Research 公布的数据, 2023 年公司在印度市场组串式逆变器市占率为 5.6%, 对应出货量约 0.6GW。2024 年一季度公司印度组串式逆变器出货量约 0.2GW, 位居组串式逆变器出货前三。



图表52: 2023年印度组串逆变器市占率公司排名第六



图表53: 2021年印度组串式逆变器出货量排名第三



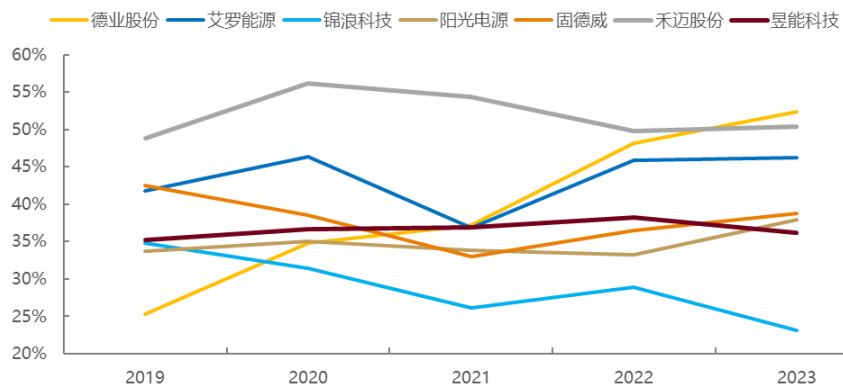
来源: JMK Research, 国金证券研究所

来源: JMK Research, 国金证券研究所

### 3.3 家电基因赋能制造, 打造企业成本优势

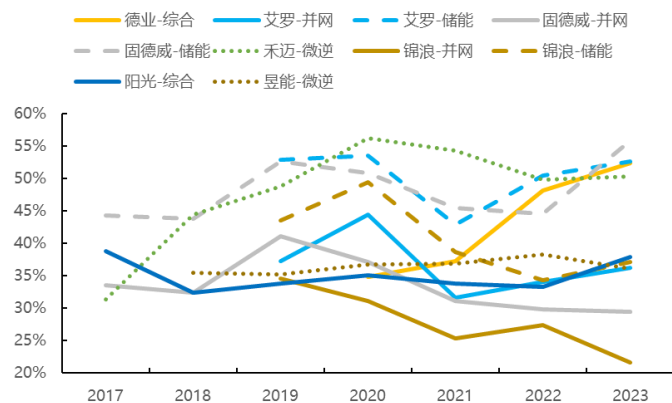
从毛利率来看, 2023年公司综合毛利率达到行业第一梯队水平, 除了储能、微逆高毛利产品占比提升带来的毛利率上升以外, 公司成本的优势也离不开独特的家电制造背景出身, 主要体现在规模经济、成熟的供应链管理、以及生产标准化等方面, 并最终外化为公司领先同行的毛利率, 展现出其在成本控制和市场竞争力上的显著优势。

图表54: 2023年公司逆变器业务综合毛利率在国内逆变器企业中排名第一



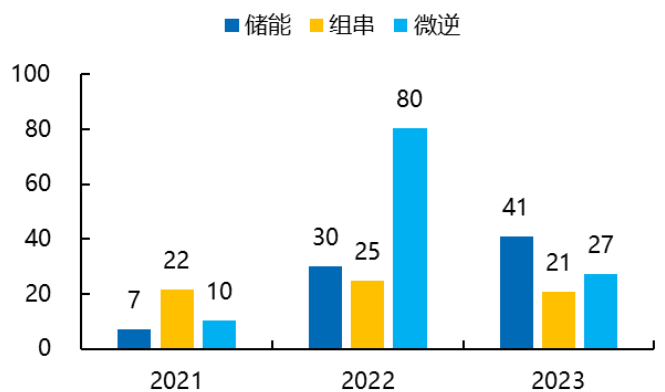
来源: ifind, 国金证券研究所

图表55: 储能及微逆毛利率相对组串式逆变器更高



来源: ifind, 国金证券研究所

图表56: 公司储能、微逆销售占比持续提升 (万台)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

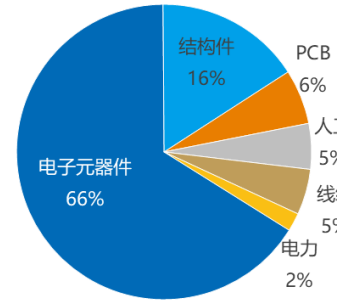
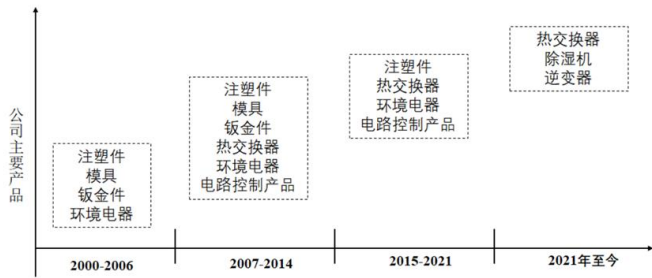


具体来看，我们认为公司的成本优势主要来自三方面：**更高的结构件自供率、IGBT 国产化领先、以及更低的费用率：**

**结构件自供率高：**根据 SPE 的数据显示，逆变器成本中结构件占比约为 16%，其中结构件包括塑胶件、压铸件、钣金件、散热器等。公司成立初期主营注塑件、模具、钣金件等产品，积累了大量注塑、热处理、模具开发及产品结构设计等核心技术和工艺能力，相比于其余需要外采的企业，公司结构件自供比例更高，有效减少采购成本，增厚公司毛利。

图表57：早期注塑件、模具、钣金件制造经验为公司优化成本打下坚实基础

图表58：结构件约占逆变器成本的 16%



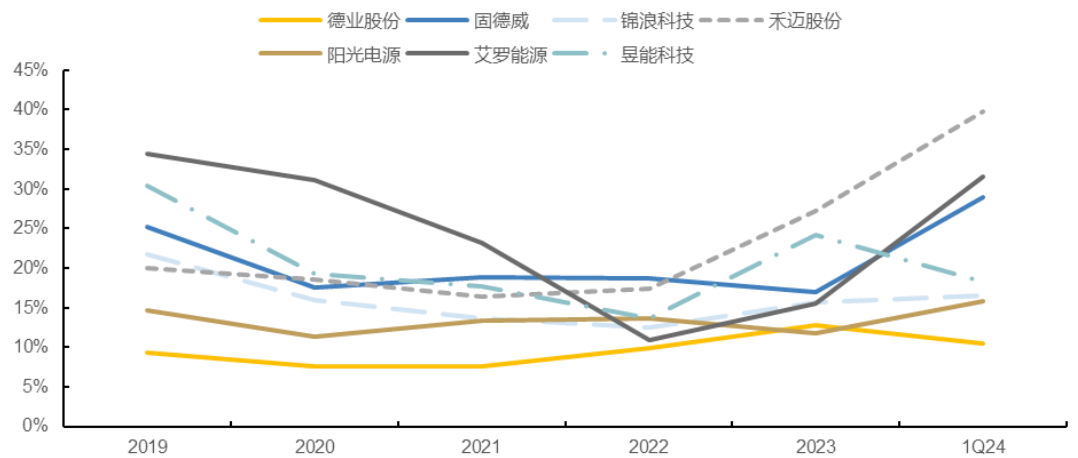
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：SPE，国金证券研究所

**IGBT 国产化领先：**电子元器件在逆变器成本中约占 66%，其中功率器件 IGBT 对成本的影响大约在 10%左右。国内 IGBT 起步相对较晚，近两年在中低功率段已逐步实现国产替代，但欧美等高端市场客户仍会指定选用进口 IGBT，而公司所处新兴市场对 IGBT 供应商敏感度不高，因此在 IGBT 国产化进程方面，公司导入较快，2022 年便开始使用国产 IGBT 进行逆变器量产，预计目前整体国产化比例行业领先，进一步扩大公司成本优势。

**更低的费用率：**公司的规模效应还体现在对费用的精细化管理上，2019-2023 年公司期间费用率水平基本维持在 10%左右，显著低于同业，且主要是在销售及管理费用率上具备明显优势。公司费用率较低的原因主要来自于两个方面，一方面，公司在前期市场选择上避开竞争较为激烈的欧洲、澳洲等成熟市场，选择南非、巴基斯坦等新兴市场进行开拓，以较低的营销成本实现了渠道及品牌认知的建立；另一方面，公司与部分较大经销商合作采取贴牌代销的模式，降低了销售环节的成本。

图表59：公司期间费用率控制优秀



来源：ifind，国金证券研究所

### 3.4 ToC 经验精准把握用户需求，新品迭代走在技术前沿

家电行业经验赋予公司敏锐的市场洞察力，技术路线、产品迭代均精准对接消费者需求。**储能：**低压路线直击新兴市场用户痛点，持续迭代保障竞争能力。在 2022-2023 户储行业





主流高压趋势下，公司根据新兴市场价格敏感、电工技能水平较低等特点坚持低压路线，并通过持续不断的优化迭代升级使得公司低压产品相对高压产品也具备竞争力。与高压技术路线相比，低压路线存在安装方便、价格便宜、安全性能优秀的特点：

- 1) 安装方便：高压户储由于系统电压较高，因此需要更多的线缆、及具备更专业能力的安装人员；
- 2) 价格便宜：相比于低压户储，高压技术路线不仅在线缆、安装人员上提出更高要求，同时为了保证系统的安全，需要配备电池架、高压盒等额外的保护设施，此外高压电池价格也略贵于低压电池。
- 3) 安全性能优秀：相比于高压系统，低压系统内部电压控制在 48V 以内，即使出现误触等意外情况，对人体也基本无法造成太大伤害。

此外，公司根据新兴市场电网设施不完善、依赖柴油发电机的特性为储能逆变器配备柴油发电接口，直击客户需求痛点。公司持续发力低压储能技术路线，目前已实现从储能逆变器、到电池包、再到一体机及模块化产品的全线布局，深度覆盖多种应用场景。

图表60：公司低压储能产品覆盖户用到工商业等多种应用场景



来源：enf，国金证券研究所

适应一体化需求趋势，户储一体机新品有望提升配储比例。相比于传统逆变器配备储能电池包的设计，一体机在安装简易度，占地面积上具备较大优势。2024 公司发布的户用储能一体机在具备调峰、智能负载等常规功能的同时将并离网切换时提升至 4ms 以内，进一步保障在紧急断电发生时关键负载电器的稳定运行。

图表61：公司户用一体机主要参数

主要参数	
交流功率	3.6kW/5kW
电池电压	51.2V
电池容量	5.32kWh
光伏-负荷效率	97%
光伏-电池-负荷效率	89%
循环次数	≥6000 次，70%EOL
亮点：4ms 并离网切换、最大支持 16 组机型并联使用、一体机设计 安装简单、占比面积更小	

来源：公司官网，国金证券研究所

图表62：户用一体机大幅缩小占地面积及安装时间



来源：公司官网，国金证券研究所

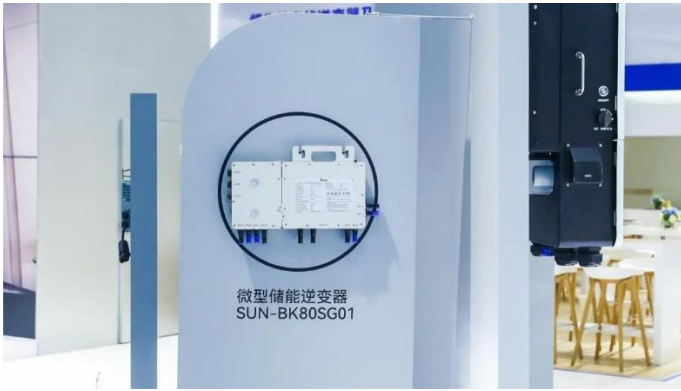
**微型逆变器：**深刻洞察欧洲阳台光伏新趋势，公司创新推出微储逆变器及多功能微型储能产品。1) 微储逆变器：2024 年 SNEC 展上公司发布支持并网、离网、交流耦合三种工作模式的微型储能逆变器产品，带有储能电池接口，可直接连接受支持的电池以满足阳台场景下的储能需求。而通过交流耦合功能将普通微型逆变器接入储能微逆，可以直接兼容升级



原有的阳台光伏系统为光伏和储能混合系统。2) 微储电池产品：除了具备传统的储能电池，新品多了多用途及便携功能，电池本体配置多个 USB-A 接口，可以直接为电脑、手机等负载充电，同时也可作为便携电池在露营等外出式场景应用。

图表63: SNEC2024 公司创新推出微储逆变器

图表64: 公司模块微型储能电池适用多种应用场景

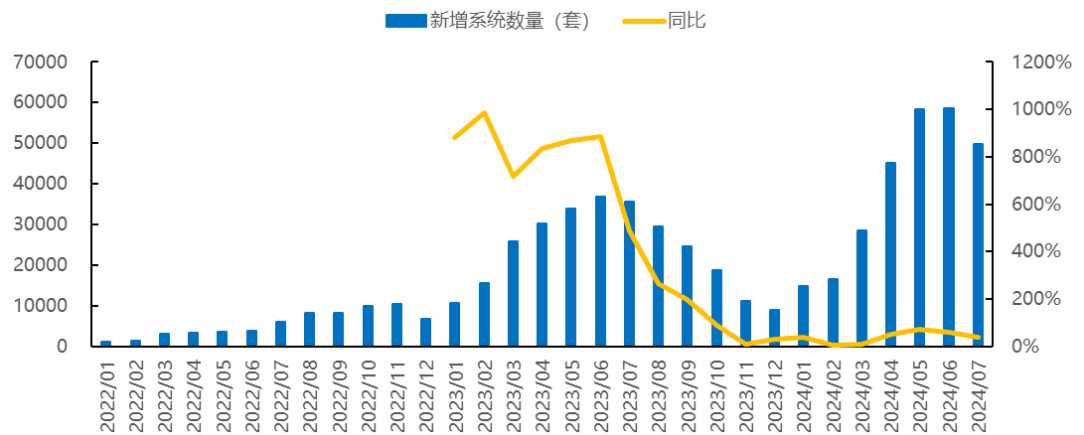


来源：公司公众号，国金证券研究所

来源：公司海外官网，国金证券研究所

德国阳台光伏高景气，微储逆产品有望充分受益。5 月德国通过太阳能一揽子法案，针对阳台光伏进行重点改革，在将并网功率上限和系统上限上调至 800W/2000W 的同时，大幅减轻系统登记的工作。在组件、电池价格大幅降价背景下，省去高昂人工安装费的阳台光伏经济性大幅提升，同时政策层面对系统规模的放开也为阳台光伏配储创造良好的政策环境。根据我们测算，预计典型德国阳台光伏系统的回收期在 3-5 年，若搭配小型储能电池回收期预计增加约 1 年左右，且后续收益率更高，阳台光伏配储已具备经济条件。根据德国联邦网络局，截至 2024 年 8 月 8 日，1-7 月德国新增阳台光伏 27.2 万套，同比+44%，验证下游需求高景气。

图表65: 1-7 月德国阳台光伏装机同比+44%



来源：联邦网络局，国金证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**逆变器业务：**公司较早布局形成先发优势有望充分受益新兴市场光储需求爆发，预计 2024-2026 年逆变器收入分别为 72.6、99.8、118.2 亿元，同比+63.8%/+37.6%/+18.4%，预计 2024-2026 年逆变器销量为 248、324、395 万台，同比+179.4%/+30.5%/+21.9%。具体分产品量、价、利分析如下：

1) 储能逆变器：公司储能逆变器主要销售区域为巴基斯坦、东南亚、中东北非等新兴市场，先发优势下有望保持较高市占率，受益于巴基斯坦、中东北非离网需求爆发，预计 2024-2026 年销量分别 55.6、74.0、95.0 万台，同比+35.9%/+33.2%/+28.4%；新兴市场需求持续放量下，市场竞争有所加剧，预计 2024-2026 年价格及毛利率小幅下降。



2) 微型逆变器：2022 年公司微型逆变器销量为 80.2 万台，受德国微逆继电器事件退换货影响，2023 年销量仅为 27.4 万台，同比下降 65.91%，但事后通过及时的补救以及 2024 年新品迭代有望重新拿回部分市场份额，预计 2024 年微逆销量分别为 114.5 万台，同比+318.5%，较 2022 年增长 42.7%，同时，受益于德国阳台光伏、巴西小型分布式系统需求持续向好，以及微储逆发布带来的新应用场景扩张，预计 2025-2026 年微逆销量 150.0、180.0 万台，同比+31.0%/+20.0%；公司微逆主要销售地区为德国、巴西等地区，其中巴西受当地收入影响单价相对较低，预计 2024 年微逆产品单价及毛利率均有所下滑，公司于 2024 年发布带储能逆变器功能的微储逆新品，预计将于 2024 年下半年正式出货，产品单价较传统微型并网逆变器预计有所上升，随着 2025-2026 年微储逆出货占比提升，预计公司微逆产品单价有所提升，毛利率基本保持稳定。

3) 组串式逆变器：组串式逆变器与储能逆变器可共用生产线，2023 年以前，受产能紧张影响，公司排产以单价及盈利水平更高的储能逆变器为主，随着公司产能逐步扩张，组串式逆变器产量有望与下游需求完成较好匹配。公司组串式逆变器主要销售区域为印度及巴西，受益于印度屋顶光伏补贴新政及巴西利率下调、系统价格下降带来的经济性提升，组串式逆变器需求有望持续向好，预计 2024-2026 年微逆销量分别为 78.3、100.0、120.0 万台，同比+279.0%/+27.7%/+20.0%；由于组串式逆变器产品同质化严重，叠加主要销售地区印度市场竞争较为激烈，预计 2024-2026 年公司组串式逆变器产品价格及毛利率均保持下降。

由于组串式逆变器产品毛利率相对储能及微型逆变器更低，随着公司组串式逆变器收入占比大幅提升，预计 2024 年公司逆变器业务整体毛利率受结构性变化影响下降较为明显，此外；随着新兴市场持续放量下竞争或将加剧，预计 2025-2026 年毛利率保持平稳下降。

**储能电池业务：**公司储能电池主要为储能逆变器配套销售，2023 年公司储能电池配储率约为 31.2%，受益于新兴市场离网需求释放叠加一体机及阳台微储等新品发布，配储比例有望逐步提升，预计 2024-2026 配储率分别为 51.7%/67.6%/72.2%，对应储能电池出货量分别为 28.7、50.0、65.0 万台，考虑到上游碳酸锂价格大幅走低带来的成本改善，预计盈利短期表现较好，但长期在市场竞争下回落至正常水平，预计 2024-2026 年收入分别为 18.8、31.5、40.6 亿元，同比+112.8%/67.4%/29.0%，毛利率分别为 39.2%/35.0%/30.0%。




**图表66：营业收入拆分**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	59.56	74.80	116.18	158.03	187.62
YOY	42.89%	25.59%	55.32%	36.02%	18.73%
毛利率	38.03%	40.41%	38.55%	36.84%	35.07%
<b>逆变器</b>					
收入 (亿元)	39.57	44.29	72.55	99.84	118.24
YOY	230.41%	11.95%	63.79%	37.61%	18.44%
毛利率	48.18%	52.33%	45.27%	42.41%	40.03%
出货量 (万台)	134.83	88.90	248.36	324.00	395.00
其中：储能逆变器销量 (万台)	29.90	40.87	55.55	74.00	95.00
其中：组串逆变器销量 (万台)	24.69	20.67	78.34	100.00	120.00
其中：微型逆变器销量 (万台)	80.24	27.35	114.47	150.00	180.00
<b>储能电池</b>					
收入 (亿元)	0.83	8.84	18.82	31.50	40.63
YOY	0.00%	965.43%	112.83%	67.37%	28.97%
毛利率	34.91%	33.87%	37.68%	34.00%	32.00%
出货量 (万台)	1.07	12.76	28.71	50.00	65.00
<b>热交换器</b>					
收入 (亿元)	12.37	13.45	14.16	14.87	15.61
YOY	-46.86%	8.69%	5.29%	5.02%	4.98%
出货量 (万件)	808	923	990	1062	1131
毛利率	9.32%	9.81%	10.00%	9.50%	9.00%
<b>除湿机</b>					
收入 (亿元)	5.79	7.04	9.12	9.99	10.95
YOY	3.02%	21.51%	29.57%	9.54%	9.61%
毛利率	32.55%	33.67%	33.50%	33.00%	32.00%
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	0.99	1.17	1.53	1.83	2.20
YOY	23.54%	18.14%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	25.88%	31.15%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：ifind、公司公告，国金证券研究所预测

**家电业务：**根据业绩预告，2024 年上半年公司除湿机为主的家电自主品牌利润同比大幅增长，预计 2024 除湿机业务收入增速在 30%左右，此后预计家电业务保持 5-10%的增速稳步发展，预计毛利率保持稳定或微降。

**收入预测：**受 2023 年上半年南非需求高增影响，公司 2023 年上半年收入及盈利基数较高，下半年收入及盈利占比相对较小，进入 2024 年，随着巴基斯坦、印度、巴西、中东北非等新兴市场需求持续爆发，国内逆变器出口金额逐季度环比持续增长，公司 2024 年一、二季度环比持续修复。根据各业务分部预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 116.2、158.0、187.6 亿元，同比+55.3%、36.0%、18.7%，毛利率分别为 38.6%、36.8%、35.1%。

**费用预测：**受营业收入增速放缓及行业竞争加剧影响，2023 年公司期间费用率合计约 12.74%，同比上升 2.80pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 3.72%、3.19%、5.83%。2023 年受德国微型逆变器退换货事件影响，销售费用中售后维修费/营业收入从 0.02%上升至 0.58%，随着 2023 年公司对问题产品返修及退换货处理完毕，预计 2024 年开始售后维修费将重新下降至正常水平。考虑到新兴市场收入放量带来的规模效应，预计 2024-2026 年销售费用率逐步下降至 3.10%、3.00%、2.90%，管理费用率逐步下降至 3.00%、2.90%、2.80%。由于逆变器行业竞争较为激烈，产品效率的不断提升以及功能的持续创新仍是发展的重点，预计公司研发费用支出将保持相对高位，2024-2026 年研发费用率保持在 5.00%左右。



图表67: 期间费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.18%	2.63%	3.72%	3.10%	3.00%	2.90%
其中: 售后维修费/营业收入	0.03%	0.02%	0.58%	0.05%	0.05%	0.05%
管理费用率	2.24%	2.49%	3.19%	3.00%	2.90%	2.80%
研发费用率	3.20%	4.82%	5.83%	5.00%	5.00%	5.00%
合计: 期间费用率	7.62%	9.94%	12.74%	11.10%	10.90%	10.70%

来源: ifind, 国金证券研究所预测

#### 4.2 投资建议及估值

预计公司 2024-2026 年净利润为 26.8、34.5、38.1 亿元, 对应 EPS 为 4.19、5.41、5.97 元, 对应 PE 为 22.2、17.2、15.6 倍。我们选取 6 家可比公司对德业股份进行估值, 2024-2026 年可比公司平均 PE 为 17/13/11 倍。考虑到公司在新兴市场领先的市占率水平和超额的成成本优势, 给予公司 2025 年 24 倍估值, 对应目标价 129.86 元, 给予公司“买入”评级。

图表68: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300763.SZ	锦浪科技	62.48	1.95	2.47	3.24	4.17	32.04	25.26	19.26	14.98
688717.SH	艾罗能源	75.45	8.87	3.60	5.17	5.93	8.51	20.97	14.59	12.73
300274.SZ	阳光电源	69.80	6.36	8.27	10.94	13.05	10.97	8.44	6.38	5.35
688348.SH	昱能科技	46.15	1.97	3.13	4.48	6.15	23.43	14.74	10.30	7.50
688032.SH	禾迈股份	130.76	6.13	6.86	9.19	11.76	21.33	19.07	14.23	11.12
688390.SH	固德威	59.39	4.93	4.41	5.95	8.03	12.05	13.47	9.98	7.39
平均值								16.99	12.46	9.85
605117.SH	德业股份	96.38	4.16	4.19	5.41	5.97	23.14	22.99	17.81	16.15

来源: ifind, 国金证券研究所; 注: 阳光电源、昱能科技、固德威为国金证券研究所预测, 其余为 ifind 一致预期, 收盘价及 EPS 一致预期截至 2024 年 8 月 9 日

## 5、风险提示

**新兴市场不及预期:** 对公司增长长期看好的主要原因来自于新兴市场中长期内持续增长的预期, 若新兴市场需求放缓或下降, 则会对公司业绩造成影响。

**国际贸易摩擦加剧:** 公司收入以海外为主, 若海外主要销售地区出台贸易壁垒或本土保护政策, 可能会导致公司产品难以在当地继续销售, 对公司业绩造成影响。

**市场竞争加剧:** 传统欧美高端市场需求放缓后, 国内其余逆变器企业或将采用价格战等方式进入新兴市场, 可能会对公司业绩造成影响。





附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>4,168</b>	<b>5,956</b>	<b>7,480</b>	<b>11,618</b>	<b>15,803</b>	<b>18,762</b>	货币资金	1,658	2,176	2,978	4,754	6,051	8,453	
增长率	42.9%	25.6%	55.3%	36.0%	18.7%		应收款项	325	688	648	1,134	1,629	2,088	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,211</b>	<b>-3,690</b>	<b>-4,457</b>	<b>-7,139</b>	<b>-9,981</b>	<b>-12,183</b>	存货	456	865	754	1,355	2,051	2,670	
%销售收入	77.1%	62.0%	59.6%	61.4%	63.2%	64.9%	其他流动资产	558	3,031	3,552	2,783	2,795	2,804	
<b>毛利</b>	<b>957</b>	<b>2,265</b>	<b>3,023</b>	<b>4,479</b>	<b>5,822</b>	<b>6,579</b>	流动资产	2,997	6,760	7,932	10,027	12,525	16,014	
%销售收入	22.9%	38.0%	40.4%	38.6%	36.8%	35.1%	%总资产	76.4%	79.5%	73.3%	72.2%	70.5%	74.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-23</b>	<b>-57</b>	<b>-46</b>	<b>-63</b>	<b>-75</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	789	1,494	2,011	2,649	3,724	3,734	
<b>销售费用</b>	<b>-91</b>	<b>-157</b>	<b>-278</b>	<b>-360</b>	<b>-474</b>	<b>-544</b>	%总资产	20.1%	17.6%	18.6%	19.1%	21.0%	17.4%	
%销售收入	2.2%	2.6%	3.7%	3.1%	3.0%	2.9%	无形资产	98	206	282	409	478	538	
<b>管理费用</b>	<b>-93</b>	<b>-148</b>	<b>-239</b>	<b>-349</b>	<b>-458</b>	<b>-525</b>	非流动资产	926	1,747	2,885	3,869	5,241	5,431	
%销售收入	2.2%	2.5%	3.2%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	23.6%	20.5%	26.7%	27.8%	29.5%	25.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-133</b>	<b>-287</b>	<b>-436</b>	<b>-581</b>	<b>-790</b>	<b>-938</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,924</b>	<b>8,507</b>	<b>10,817</b>	<b>13,896</b>	<b>17,767</b>	<b>21,445</b>	
%销售收入	3.2%	4.8%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	3	1,281	2,919	100	20	20	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>627</b>	<b>1,650</b>	<b>2,012</b>	<b>3,143</b>	<b>4,036</b>	<b>4,497</b>	应付款项	1,058	2,095	1,724	3,107	4,481	5,636	
%销售收入	15.0%	27.7%	26.9%	27.1%	25.5%	24.0%	其他流动负债	180	476	527	795	1,097	1,333	
<b>财务费用</b>	<b>-9</b>	<b>153</b>	<b>214</b>	<b>-91</b>	<b>-117</b>	<b>-160</b>	流动负债	1,242	3,852	5,170	4,002	5,598	6,989	
%销售收入	0.2%	-2.6%	-2.9%	0.8%	0.7%	0.9%	长期贷款	0	530	300	900	900	900	
<b>资产减值损失</b>	<b>-14</b>	<b>-28</b>	<b>-60</b>	<b>-14</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	其他长期负债	42	35	116	15	18	21	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>25</b>	<b>-33</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,283	4,418	5,586	4,917	6,516	7,909	
<b>投资收益</b>	<b>16</b>	<b>-11</b>	<b>-121</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,640</b>	<b>4,063</b>	<b>5,231</b>	<b>8,979</b>	<b>11,250</b>	<b>13,536</b>	
%税前利润	2.5%	n.a	n.a	0.3%	0.2%	0.2%	其中：股本	171	239	430	638	638	638	
<b>营业利润</b>	<b>657</b>	<b>1,756</b>	<b>2,098</b>	<b>3,108</b>	<b>4,013</b>	<b>4,427</b>	未分配利润	1,013	2,292	3,459	5,064	7,136	9,421	
营业利润率	15.8%	29.5%	28.0%	26.8%	25.4%	23.6%	少数股东权益	0	27	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,924</b>	<b>8,507</b>	<b>10,817</b>	<b>13,896</b>	<b>17,767</b>	<b>21,445</b>	
<b>税前利润</b>	<b>657</b>	<b>1,754</b>	<b>2,096</b>	<b>3,110</b>	<b>4,015</b>	<b>4,429</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	15.8%	29.5%	28.0%	26.8%	25.4%	23.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-79</b>	<b>-231</b>	<b>-305</b>	<b>-435</b>	<b>-562</b>	<b>-620</b>	每股收益	3.390	6.351	4.164	4.192	5.411	5.969	
所得税率	12.0%	13.1%	14.6%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	15.470	17.003	12.164	14.071	17.631	21.212	
<b>净利润</b>	<b>579</b>	<b>1,523</b>	<b>1,791</b>	<b>2,675</b>	<b>3,453</b>	<b>3,809</b>	每股经营现金净流	4.668	9.223	4.839	6.440	6.532	6.950	
少数股东损益	0	6	0	0	0	0	每股股利	1.200	2.260	2.100	1.677	2.164	2.387	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>579</b>	<b>1,517</b>	<b>1,791</b>	<b>2,675</b>	<b>3,453</b>	<b>3,809</b>	<b>回报率</b>							
净利率	13.9%	25.5%	23.9%	23.0%	21.8%	20.3%	净资产收益率	21.91%	37.35%	34.24%	29.79%	30.69%	28.14%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	14.75%	17.84%	16.56%	19.25%	19.43%	17.76%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	20.84%	24.29%	20.35%	27.08%	28.52%	26.75%	
<b>净利润</b>	<b>579</b>	<b>1,523</b>	<b>1,791</b>	<b>2,675</b>	<b>3,453</b>	<b>3,809</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	6	0	0	0	0	主营业务收入增长率	37.85%	42.89%	25.59%	55.32%	36.02%	18.73%	
<b>非现金支出</b>	<b>69</b>	<b>98</b>	<b>198</b>	<b>199</b>	<b>244</b>	<b>330</b>	EBIT增长率	40.68%	163.21%	21.95%	56.17%	28.43%	11.41%	
非经营收益	-19	-82	-37	60	-21	-11	净利润增长率	51.28%	162.28%	18.03%	49.35%	29.07%	10.31%	
<b>营运资金变动</b>	<b>168</b>	<b>664</b>	<b>129</b>	<b>1,175</b>	<b>492</b>	<b>307</b>	总资产增长率	134.17%	116.83%	27.15%	28.46%	27.85%	20.70%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>797</b>	<b>2,204</b>	<b>2,081</b>	<b>4,109</b>	<b>4,168</b>	<b>4,435</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-602</b>	<b>-804</b>	<b>-748</b>	<b>-993</b>	<b>-1,598</b>	<b>-498</b>	应收账款周转天数	26.0	25.4	27.3	30.0	32.0	35.0	
投资	-319	-2,413	-976	0	0	0	存货周转天数	41.0	65.3	66.3	70.0	75.0	80.0	
其他	-2	0	0	10	10	10	应付账款周转天数	53.0	86.5	81.2	85.0	90.0	95.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-923</b>	<b>-3,218</b>	<b>-1,724</b>	<b>-983</b>	<b>-1,588</b>	<b>-488</b>	固定资产周转天数	24.9	63.2	84.1	67.9	67.8	63.1	
<b>股权募资</b>	<b>1,352</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>2,143</b>	<b>200</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>-10</b>	<b>1,808</b>	<b>1,404</b>	<b>-2,321</b>	<b>-80</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-82.23%	-39.38%	-30.85%	-62.47%	-62.09%	-69.35%	
<b>其他</b>	<b>-161</b>	<b>-237</b>	<b>-1,582</b>	<b>-1,171</b>	<b>-1,402</b>	<b>-1,544</b>	EBIT利息保障倍数	70.8	-10.8	-9.4	34.7	34.4	28.1	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,181</b>	<b>1,593</b>	<b>-178</b>	<b>-1,349</b>	<b>-1,282</b>	<b>-1,544</b>	资产负债率	32.71%	51.93%	51.64%	35.39%	36.68%	36.88%	
<b>现金净流量</b>	<b>1,033</b>	<b>669</b>	<b>269</b>	<b>1,778</b>	<b>1,298</b>	<b>2,402</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	18	24	53
增持	3	6	9	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.60</b>	<b>1.46</b>	<b>1.33</b>	<b>1.27</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究