

## 德业股份 (605117.SH)

增持 (维持)

## 逆变器出货稳健, 电池包及工商储有潜力

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值: NA  
当前股价: 85.05 元

公司披露, 2024 前三季度公司分别实现收入、归上净利润、扣非净利润 80.16、22.40、20.83 亿元, 同比增长 26.72%、42.81%、22.04%。其中 Q3 单季度, 收入、归上净利润、扣非净利润 32.68、10.04、9.21 亿元, 同比增长 128.16%、229.52%、187.53%。

## 基础数据

总股本 (百万股)	645
已上市流通股 (百万股)	645
总市值 (十亿元)	54.9
流通市值 (十亿元)	54.9
每股净资产 (MRQ)	14.5
ROE (TTM)	26.3
资产负债率	38.5%
主要股东	宁波梅山保税港区艾思睿投
主要股东持股比例	35.46%

□ 2024 前三季度业绩情况。公司前三季度, 收入 80.16 亿元, 同比增长 26.72%; 归母净利润 22.40 亿元, 同比增长 42.81%; 扣非净利润 20.83 亿元, 同比增长 22.04%; 综合毛利率 40.15%, 同比下滑 0.34pct。其中 Q3 单季度, 收入 32.68 亿元, 同、环比增长 128.16%、14.08%; 归母净利润 10.04 亿元, 同、环比增长 229.52%、25.06%; 扣非净利润 9.21 亿元, 同、环比增长 187.53%、24.88%; 综合毛利率 44.50%, 同、环比增长 8.35、6.81pct。

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	18	56
相对表现	4	9	44



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 市场覆盖面扩大, 逆变器出货维持稳健。公司注重海外市场开拓, 其逆变器下游渠道分布在巴基斯坦、德国、巴西、印度、南非等国家。得益于在亚非拉等市场的先发布局, 以及对欧洲市场的投入; Q3 公司抓住了巴基斯坦、乌克兰、德国、印度、菲律宾、缅甸等市场需求, 市场覆盖面进一步扩大, 维持了逆变器稳健的出货量。未来随着下游需求的持续改善, 逆变器业务有望维持高景气度。

□ 电池包受益逆变器渠道, 工商储有望成为新增长点。公司储能电池包销售渠道与逆变器渠道深度整合, 搭配逆变器同时销售, 可做户储/工商储配套。公司储能电池包主要销往德国、南非等地。除了户储外, 工商业储能也是用户侧储能的典型应用之一, 盈利模式比较畅通且广泛。但由于海外工商业电价较户用普遍更低, 激发其需求的经济性要求较高, 因此则尚处发展早期。随着光储产业链整体降价的大背景下, 工商业储能经济性逐渐提升, 以欧美国家为代表的工商业储能需求开始涌现。未来, 随着各国政策支持力度加强, 工商业储能需求潜力较大, 有望给公司带来新的业务增长点。

## 相关报告

- 《德业股份 (605117) 一并网机出货高增, 储能逆变器有望进一步增长》  
2024-09-04
- 《德业股份 (605117) 一综合优势明显, 新兴市场布局迎来收获》  
2024-07-17

□ 风险提示: 行业库存去化不及预期; 市场需求持续性不及预期; 储能支持政策不及预期。

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5956	7480	11875	16314	19697
同比增长	43%	26%	59%	37%	21%
营业利润(百万元)	1756	2098	3659	4558	5274
同比增长	168%	19%	74%	25%	16%
归母净利润(百万元)	1517	1791	3169	3913	4527
同比增长	162%	18%	77%	23%	16%
每股收益(元)	2.35	2.78	4.91	6.06	7.02
PE	36.2	30.6	17.3	14.0	12.1
PB	13.5	10.5	5.3	4.1	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

jiangguofeng@cmschina.com.cn

## 一、2024 年三季度报分析

2024 前三季度，公司分别实现收入、归上净利润、扣非净利润 80.16、22.40、20.83 亿元，同比增长 26.72%、42.81%、22.04%。其中 Q3 单季度，收入、归上净利润、扣非净利润 32.68、10.04、9.21 亿元，同比增长 128.16%、229.52%、187.53%。报告期内，公司抓住了巴基斯坦、乌克兰、德国、印度、菲律宾、缅甸等涌现的市场需求，市场覆盖面扩大，储能电池包销售规模迅速增长所致。

### 【收入及盈利情况】

公司 2024 年前三季度，收入 80.16 亿元，同比增长 26.72%。其中根据估算：

逆变器业务收入约 42 亿元，同比增长 9%左右；出货量约 107 万台。其中：

- PCS 收入约 32 亿元，同比增长 8%左右；出货量约 41 万台；
- 组串逆变器收入约 7 亿元，同比增长 19%左右；出货量约 32 万台；
- 微逆收入约 3 亿元，同比减少 6%左右；出货量约 34 万台。

电池包收入约 15 亿元，同比增长 119%左右。毛利率大约 44%，同比增加约 15pct，主要系规模效应明显。

热交换器收入约 13 亿元，同比增长 9%左右。毛利率大约 11%，同比增长约 1pct。

除湿机收入约 8 亿元，同比增长 42%左右。毛利率大约 37%，同比增加约 2pct。

前三季度综合毛利率 40.15%，同比下滑 0.34pct。

Q3 单季度，收入 32.68 亿元，同、环比增长 128.16%、14.08%。其中根据估算：

逆变器出货约 36 万台。其中：

- PCS 约 19 万台；
- 组串逆变器约 7 万台；
- 微逆约 10 万台。

Q3 单季度综合毛利率 44.50%，同、环比增长 8.35、6.81pct。

### 【费用情况】

公司 2024 年前三季度销售、管理、研发及财务费用率合计 8.80%，同比增加 0.93pct。Q3 单季度各项费用率合计 9.86%，同比下降 0.30pct。销售、管理及研发费用率合计下降 5.25pct，主要系收入规模提升；财务费用率提升 4.94pct，主要系去年同期汇兑收益较多，且今年息差收益减少。

### 【资产负债情况】

截至报告期末，公司资产负债率达到 38.52%，较期初下降 13.12pct。在手现金约 30.74 亿元，对应各项有息负债约 16.00 亿元，偿债保障能力较强，资产负债表较为健康。

### 【现金流情况】

公司 2024 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 26.83 亿元，同比增长 25.66%。Q3 单季度经营活动现金净流量 13.61 亿元，环比增加 1.69 亿元。

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	2023 年	2023Q3	2024Q3	同比变化(%)
营业收入	4167.93	5955.52	7479.71	1432.29	3267.87	128.16
营业成本	3211.40	3690.37	4456.80	914.46	1813.62	98.33
毛利润	956.53	2265.15	3022.90	517.83	1454.25	180.84
销售税金	12.01	23.19	57.40	6.51	34.15	424.55
毛利润(扣除销售税金)	944.52	2241.96	2965.50	511.32	1420.10	177.73
销售费用	90.95	156.57	278.22	60.46	92.09	52.31
管理费用	93.44	148.01	238.54	57.45	91.66	59.56
研发费用	133.20	287.24	436.40	97.93	137.24	40.14
经营利润	626.94	1650.14	2012.35	295.49	1099.12	271.97
资产和信用减值损失	-14.44	-28.25	-59.92	0.69	-37.07	-5439.17
财务费用	8.85	-152.78	-214.28	-70.21	1.38	-101.97
投资收益	16.45	-10.80	-121.49	-78.73	23.36	-129.67
资产处置收益	0.24	1.68	-1.78	0.00	-4.01	-
公允价值变动净收益	25.35	-33.37	3.39	46.93	49.80	6.13
其他收益	10.86	24.27	50.78	13.89	30.59	120.24
营业外收入	1.29	0.48	0.62	1.13	0.11	-90.35
营业外支出	0.33	2.79	1.93	0.68	1.49	120.01
利润总额	657.50	1754.13	2096.30	348.93	1159.02	232.17
所得税	78.94	230.66	305.31	44.27	155.10	250.36
税后净利润	578.56	1523.47	1790.99	304.66	1003.92	229.52
少数股东损益	0.00	6.06	0.00	0.00	0.00	-
归母净利润	578.56	1517.41	1790.99	304.66	1003.92	229.52
非经常性损益	45.16	-17.91	-62.50	-15.71	82.76	-626.71
扣非归母净利润	533.39	1535.32	1853.48	320.37	921.16	187.53
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	22.95	38.03	40.41	36.15	44.50	8.35
销售费用率	2.18	2.63	3.72	4.22	2.82	-1.40
管理费用率	2.24	2.49	3.19	4.01	2.80	-1.21
研发费用率	3.20	4.82	5.83	6.84	4.20	-2.64
财务费用率	0.21	-2.57	-2.86	-4.90	0.04	4.94
经营利润率	15.04	27.71	26.90	20.63	33.63	13.00
所得税率	12.31	13.07	13.77	10.35	13.66	3.31
净利率	13.88	25.58	23.94	21.27	30.72	9.45
扣非净利率	12.80	25.78	24.78	22.37	28.19	5.82

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q3	百分点变化
负债率%	32.71	51.93	51.64	38.52	-4.25
短期借款(百万元)	0.00	1258.81	2422.91	1597.38	-25.62
一年内到期的非流动负债(百万元)	3.34	21.94	495.86	2.28	-51.50
长期借款(百万元)	0.00	530.44	300.00	0.00	-100.00
应付债券(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
长期应付款(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-
在手现金(百万元)	1658.17	2175.78	2977.91	3073.85	-39.48

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2023Q3	2024Q3	百分点变化
赊销比	6.62	9.38	7.64	46.00	51.02	5.01
存货营收比	10.94	14.53	10.08	51.94	42.22	-9.71
销售商品、劳务获现金/营收	55.08	76.89	82.10	372.16	184.89	-187.27
经营性现金流净额(百万元)	796.61	2203.64	2080.97	2135.19	2683.11	25.66
经营现金流净额/税后净利润	137.69	144.65	116.19	700.84	267.26	-433.58

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 资产回报率情况

	2021 年	2022 年	2023 年	2023Q3	2024Q3	百分点变化
归上净利率(%)	13.88	25.48	23.94	21.27	30.72	9.45
总资产周转率(%)	1.49	0.96	0.77	0.67	0.61	-0.06
权益乘数	1.60	1.85	2.08	2.04	1.78	-0.26
ROE(%)	32.99	45.28	38.54	34.02	30.66	-3.37
ROA(%)	20.67	24.51	18.54	16.67	17.18	0.51
ROIC(%)	32.14	34.85	23.38	21.56	22.02	0.46

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q3	报告期变化(%)
固定资产	284.22	1031.12	1723.51	1703.77	-1.15
在建工程	505.25	462.77	287.81	433.68	50.74

资料来源: 公司公告、招商证券

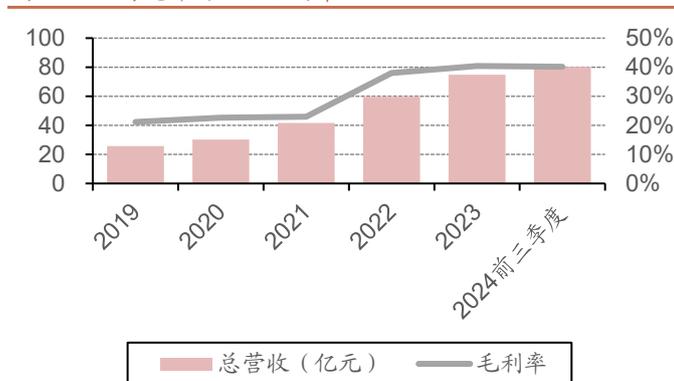
## 二、逆变器出货稳健，电池包业务未来可期

### 1、市场覆盖面进一步扩大，逆变器出货稳健

2024 前三季度，逆变器业务收入约 42 亿元，同比增长 9% 左右；出货量约 107 万台。其中 Q3 单季度，逆变器出货约 36 万台；其中：PCS 约 19 万台、组串逆变器约 7 万台、微逆约 10 万台。

敏锐捕捉下游需求，维持逆变器稳健的出货量。公司注重海外市场开拓，其逆变器下游渠道分布广泛，下游市场包括巴基斯坦、德国、巴西、印度、南非等国家。得益于多年来在亚非拉等新兴市场的先发布局，以及对欧洲市场的不断投入，Q3 期间，公司在南非市场同比大幅下滑的情况下，抓住了巴基斯坦、乌克兰、德国、印度、菲律宾等涌现的市场需求，市场覆盖面进一步扩大，维持了逆变器稳健的出货量。

图 1：公司总营收及毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司逆变器出货量（万台）



资料来源：公司公告、招商证券

### 2、电池包受益逆变器渠道，工商储有望成为新增长点

充分受益逆变器销售渠道。公司储能电池包产品具有高集成度、高安全性、长循环寿命等优势。公司储能电池包销售渠道与逆变器渠道深度融合，搭配逆变器同时销售，可做户储/工商储配套。公司储能电池包主要销往德国、南非等地。2024 前三季度，电池包收入约 15 亿元，同比增长 119% 左右。毛利率大约 44%，同比增加约 15pct，主要系逆变器出货增长带动储能电池包销售。

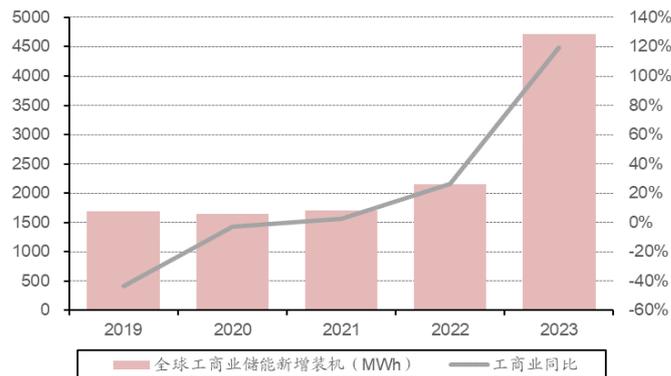
工商储有望带来新增量。除了户储外，工商业储能也是用户侧储能的典型应用之一，盈利模式比较畅通且广泛。但由于海外工商业电价较户用普遍更低，激发其需求的经济性要求较高，因此则尚处发展早期。截至 2023 年末，工商业储能累计装机 16.4GWh，在用户侧占比 32%。随着光储产业链整体降价的大背景下，工商业储能经济性逐渐提升，以欧美国家为代表的工商业储能需求开始涌现。未来，随着各国政策支持力度加强，工商业储能需求潜力较大，有望给公司带来新的业务增长点。

图 3: 碳酸锂价格 (左轴: 万元/吨; 右轴: 元/W)



资料来源: SMM 新能源、鑫椏锂电、招投标网、招商证券

图 4: 2019-2023 全球工商业储能装机 (MWh)



资料来源: BNEF、招商证券

### 风险提示

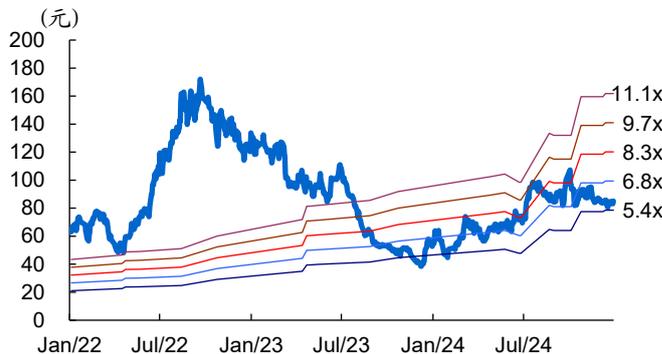
- 行业库存去化不及预期;
- 市场需求持续性不及预期;
- 储能支持政策不及预期。

图 5: 德业股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 德业股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

### 历史报告

- 《德业股份 (605117) —综合优势明显, 新兴市场布局迎来收获》2024-07-18
- 《德业股份(605117) —并网机出货高增, 储能逆变器有望进一步增长》2024-09-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6760	7932	11426	15560	19462
现金	2176	2978	6630	9629	12666
交易性投资	1246	1855	1855	1855	1855
应收票据	1	10	16	22	26
应收款项	557	561	891	1224	1478
其它应收款	38	71	113	155	187
存货	865	754	706	1004	1231
其他	1877	1703	1216	1672	2019
<b>非流动资产</b>	1747	2885	3177	3441	3682
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1031	1724	2051	2347	2615
无形资产商誉	147	200	180	162	146
其他	569	962	946	933	922
<b>资产总计</b>	<b>8507</b>	<b>10817</b>	<b>14602</b>	<b>19001</b>	<b>23144</b>
<b>流动负债</b>	3852	5170	4027	5614	6403
短期借款	1259	2423	1000	1000	1000
应付账款	2091	1691	2118	3514	4307
预收账款	192	191	353	502	615
其他	310	866	556	598	480
<b>长期负债</b>	566	416	266	116	116
长期借款	530	300	150	0	0
其他	35	116	116	116	116
<b>负债合计</b>	<b>4418</b>	<b>5586</b>	<b>4293</b>	<b>5730</b>	<b>6519</b>
股本	239	430	645	645	645
资本公积金	1412	1138	3735	3735	3735
留存收益	2411	3664	5930	8892	12245
少数股东权益	27	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4063	5231	10310	13272	16625
<b>负债及权益合计</b>	<b>8507</b>	<b>10817</b>	<b>14602</b>	<b>19001</b>	<b>23144</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2204	2081	4057	4702	4992
净利润	1523	1791	3169	3913	4527
折旧摊销	66	135	206	232	257
财务费用	(110)	(110)	(123)	82	98
投资收益	11	121	18	20	32
营运资金变动	729	191	760	432	59
其它	(16)	(48)	27	23	18
<b>投资活动现金流</b>	(3218)	(1724)	(518)	(520)	(532)
资本支出	(809)	(749)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(2409)	(975)	(18)	(20)	(32)
<b>筹资活动现金流</b>	1593	(178)	113	(1182)	(1422)
借款变动	1537	151	(1919)	(150)	(150)
普通股增加	68	191	215	0	0
资本公积增加	41	(275)	2597	0	0
股利分配	(205)	(540)	(903)	(951)	(1174)
其他	150	295	123	(82)	(98)
<b>现金净增加额</b>	<b>579</b>	<b>179</b>	<b>3652</b>	<b>2999</b>	<b>3037</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	5956	7480	11875	16314	19697
营业成本	3690	4457	7059	10039	12306
营业税金及附加	23	57	103	131	158
营业费用	157	278	311	375	473
管理费用	148	239	309	408	492
研发费用	287	436	508	653	808
财务费用	(153)	(214)	(123)	82	98
资产减值损失	(27)	(62)	(30)	(50)	(56)
公允价值变动收益	(33)	3	0	0	0
其他收益	24	51	19	20	20
投资收益	(11)	(121)	(37)	(40)	(52)
<b>营业利润</b>	1756	2098	3659	4558	5274
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1754	2096	3657	4556	5273
所得税	231	305	488	643	745
少数股东损益	6	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	1517	1791	3169	3913	4527

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	43%	26%	59%	37%	21%
营业利润	168%	19%	74%	25%	16%
归母净利润	162%	18%	77%	23%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.0%	40.4%	40.6%	38.5%	37.5%
净利率	25.5%	23.9%	26.7%	24.0%	23.0%
ROE	45.3%	38.5%	40.8%	33.2%	30.3%
ROIC	32.6%	22.6%	30.6%	30.7%	28.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.9%	51.6%	29.4%	30.2%	28.2%
净负债比率	21.3%	29.8%	8.9%	6.1%	4.3%
流动比率	1.8	1.5	2.8	2.8	3.0
速动比率	1.5	1.4	2.7	2.6	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9
存货周转率	5.6	5.5	9.7	11.7	11.0
应收账款周转率	14.3	13.2	16.1	15.2	14.3
应付账款周转率	2.3	2.4	3.7	3.6	3.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.35	2.78	4.91	6.06	7.02
每股经营净现金	3.42	3.23	6.29	7.29	7.74
每股净资产	6.30	8.11	15.98	20.57	25.77
每股股利	0.84	1.40	1.47	1.82	2.11
<b>估值比率</b>					
PE	36.2	30.6	17.3	14.0	12.1
PB	13.5	10.5	5.3	4.1	3.3
EV/EBITDA	34.9	29.1	15.4	11.9	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。