



新兴市场出海龙头，多途径打造高毛利壁垒

—— 德业股份（605117.SH）首次覆盖报告

2025年4月21日

- 新兴市场出海龙头，有望享全球光储红利。**公司逆变器境外销售占超 80%。目前，海外新兴市场是光储增量市场，我国逆变器对欧美出口金额占比从 22 年超 60% 下降到 24 年约 40%。公司海外市场较为分散，对美出口占比从 2020 年 20.56% 下降至 2022 年的 12.58%，对以南非、巴西为代表的新兴市场占比持续提升。我们认为（1）以南非、巴基斯坦、印度、菲律宾、缅甸、乌克兰为代表的新兴市场因严重缺电形成刚性需求，叠加电价高增、政策推动、组件和电池降价带来的经济性提升，光储需求有望保持高增。西欧市场已到去库尾声，光储需求复苏。（2）公司采用贴牌本土经销商的模式打入排他性较强的海外市场，市场产品需求洞察以及渠道先发优势明显，积累了较强的品牌、客户及销售渠道基础，未来仍有望在新兴市场保持较高市占率。（3）公司受益于前期以新兴市场为主的差异化布局，在多个新兴市场中表现突出，可抵抗单一市场阶段性需求走弱风险，有望充分享受海外新兴市场带来的持续景气。
- 产品、规模、渠道叠加材料自制率高，塑造高毛利。**（1）产品：公司从家电转型光储，持续拓展高毛利产品，覆盖逆变器、储能电池等新产品。我们认为产品多元化可增厚业绩，同时可发挥家电企业消费品洞察、成本控制以及海外渠道优势。（2）渠道：自主品牌和贴牌均保持高毛利，TOP5 经销商贡献海外收入近一半，经销模式助力塑造规模优势，使得公司保持较低期间费用率。（3）控费：逆变器成本构成中，材料占比约 84%，其中机构件一般在原材料占比约 27%。公司实现机构件自给。此外，IGBT 作为逆变器重要电子元器件，约占逆变器成本的 10%。公司芯片国产化的进程相对较快，与国内 IGBT 厂商建立稳定的合作关系，有效保障公司供应链稳定性，费用管控能力优异。
- 投资建议：**公司是光储逆变器新兴市场出海龙头，亚非拉新兴市场先发优势明显，欧洲去库尾期户储需求有望复苏，产品多元、规模优势、渠道多元叠加材料自制率高，塑造高毛利护城河。我们预计 2024/2025/2026 年公司净利润分别达 29.42/44.76/60.49 亿元，对应 EPS 分别为 4.55/6.93/9.36 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；市场需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；地缘政治的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7479.71	11909.41	17583.53	23066.61
收入增长率%	25.59	59.22	47.64	31.18
净利润（百万元）	1790.99	2941.58	4476.09	6049.15
利润增速%	18.03	64.24	52.17	35.14
毛利率%	40.41	40.42	41.65	42.47
摊薄 EPS(元)	2.77	4.55	6.93	9.36
PE	30.42	18.52	12.17	9.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

德业股份（605117.SH）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

黄林

☎：010-8092-7627

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

市场数据 2025-4-21

股票代码 605117.SH

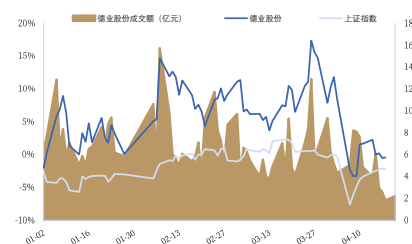
A 股收盘价(元) 84.94

上证指数 3,291.43

总股本(亿股) 6.46

实际流通 A 股(亿股) 6.46

相对上证指数表现图 2025-4-21



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

目录

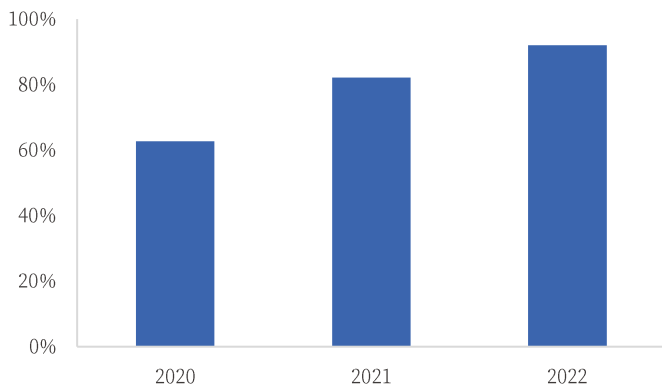
Catalog

一、新兴市场出海龙头，有望享全球光储红利	3
(一) 南非：公司市占率第一，非洲其他区域或成为下一个潜力市场	4
(二) 中东：电网薄弱叠加地缘冲突，储能需求爆发	6
(三) 欧洲：西欧复苏需求持续增长，东欧乌克兰战乱极度缺电户储需求旺盛	6
(四) 亚洲：东南亚孤岛、印巴缺电刺激需求	7
(五) 拉美：光储有望稳步增长，强劲渠道保障长期发展	10
二、产品、规模、渠道叠加材料自制率高，塑造高毛利	12
(一) 持续拓展高毛利产品，工商储等新产品有望增厚业绩	12
(二) 规模优势突出，期间费用率较低	14
(三) 自主品牌和贴牌均保持高毛利，TOP5 经销商贡献海外收入近一半	15
(四) 材料自制率高叠加 IGBT 国产化，控费优秀	16
三、盈利预测与估值分析	17
(一) 盈利预测	17
(二) 相对估值	17
(三) 绝对估值	18
四、风险提示	20

一、新兴市场出海龙头，有望享全球光储红利

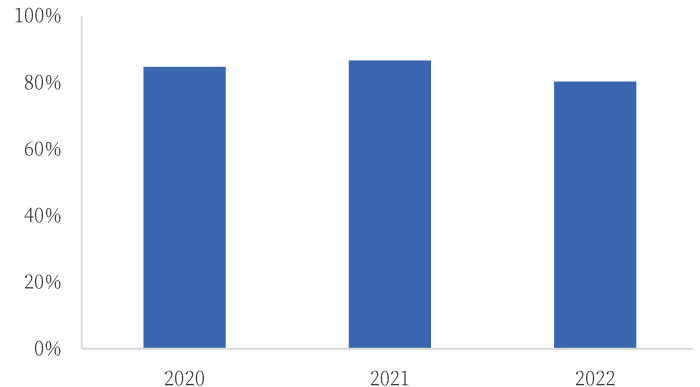
差异化布局海外市场。公司境外销售以逆变器业务为主，逆变器占海外业务比持续提升至 90%。公司作为后起之秀，考虑到国内逆变器市场竞争较为激烈，公司确定以海外市场为主的发展战略，逆变器境外销售占超 80%，错开欧洲等国内其他龙头的优势区域，将逆变器的海外布局集中在巴西、南非、美国等近几年市场需求增速较快的国家或地区。

图1：公司海外销售中逆变器为主



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

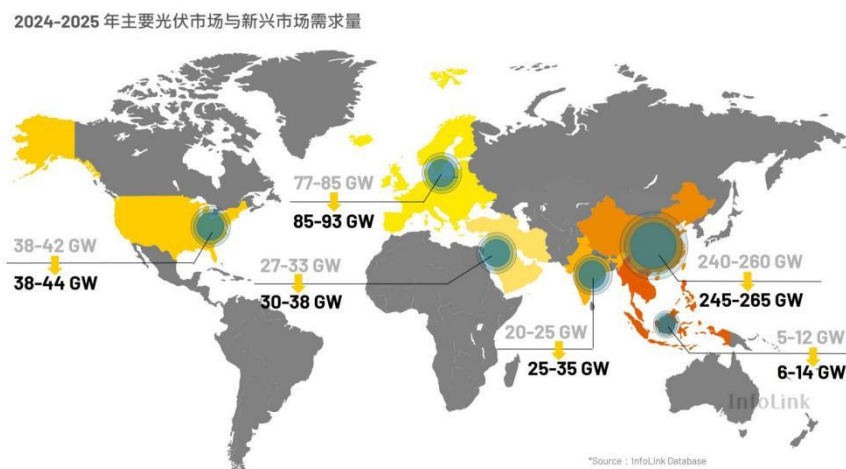
图2：公司逆变器业务以境外销售为主



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

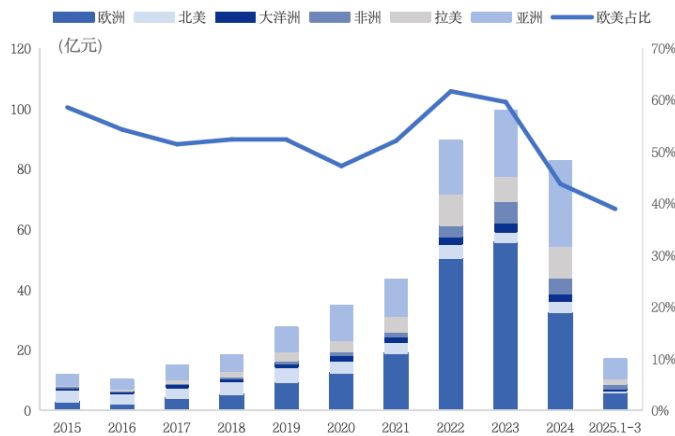
海外新兴市场遍地开花。目前，海外新兴市场是光储增量市场，我国逆变器对欧美出口金额占比从 22 年超 60% 下降到 24 年约 40%。公司已经为全球 100 多个国家和地区提供了高质量的产品和服务，海外销售国家较为分散，对美出口占比从 2020 年 20.56% 下降至 2022 年的 12.58%，依赖度持续降低；对以南非、巴西为代表的新兴市场占比持续提升。我们认为，（1）以南非、巴基斯坦、印度、菲律宾、缅甸、乌克兰为代表的新兴市场因严重缺电形成刚性需求，叠加电价高增、政策推动、组件和电池降价带来的经济性提升，光储需求有望保持高增。西欧传统户储市场已到去库尾声，需求复苏。（2）公司采用贴牌本土经销商的模式打入排他性较强的海外市场，市场产品需求洞察以及渠道先发优势明显，积累了较强的品牌、客户及销售渠道基础，未来仍有望在新兴市场保持较高市占率。（3）公司受益于前期以新兴市场为主的差异化布局，在多个新兴市场中表现突出，可抵抗单一市场阶段性需求走弱风险，有望充分享受海外新兴市场带来的持续景气。

图3：2024-2025 年主要光伏市场与新兴市场需求量



资料来源：Infolink，中国银河证券研究院

图4：中国对各洲逆变器出口情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

表1：2020-2023 年公司逆变器海外收入各地区分布情况

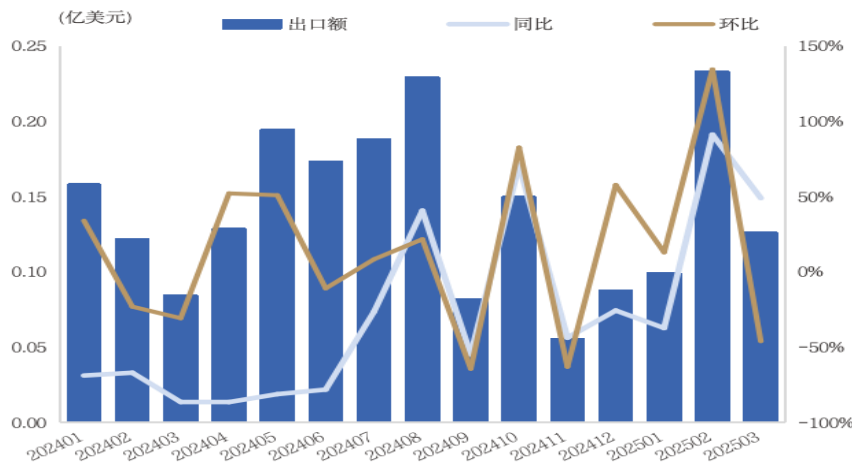
	2020	2021	2022	2023
南非	9.41%	15.50%	21.39%	32.84%
巴西	28.39%	42.95%	30.94%	8.52%
印度	18.96%	4.75%	2.96%	4.04%
香港	-	-	-	7.20%
德国	-	-	-	5.60%
美国	22.56%	17.35%	12.58%	-
黎巴嫩	0.01%	0.90%	5.75%	-
阿联酋	0.58%	0.01%	4.53%	-
波兰	6.39%	7.14%	1.15%	-
其他小计	13.70%	11.40%	20.70%	41.80%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（一）南非：公司市占率第一，非洲其他区域或成为下一个潜力市场

公司南非市占率第一，光储仍有较大潜力。南非是全球“电荒”最为严重的国家之一，80%以上的电力来自煤电，国企 ESKOM 负责从发电到配电各环节，负责生产南非约 95% 的电力，约占非洲用电的 45%，煤电机组接近使用寿命叠加管理不善带来严重电力供应问题。自 2007 年以来，南非各地轮流停电以减轻电网压力。2023 年南非居民每日停电时长达 15 小时，2025 年 2 月，南非宣布实施六级限电措施，居民每天将面临 8-12 小时的停电。该国政府积极出台了风电、光伏和储能装机的激励政策。南非光伏产业协会 (SAPVIA) 的数据显示，2024 年南非新增光伏装机约 1.1 GW，总装机约 9GW。2025 年 4 月，南非政府正式批准《南非可再生能源制造计划》(SAREM)，规划 2025 年起每年新增可再生能源装机至少 3GW，2030 年提升至 5GW，光储潜力大。根据海关总署数据，中国对南非逆变器出口回暖，2025 年 3 月出口 0.13 亿美元，同比+49.11%，环比-45.90%，1-3 月出口 0.46 亿美元，同比+25.77%。我们认为南非光储需求旺盛，家庭转向光伏+电池储能的模式以实现能源自给，公司在南非市场深耕多年，积累了较强的品牌、客户及销售渠道基础，市场占有率位居第一，未来有望把握南非光储发展机遇实现逆变器出货高增。

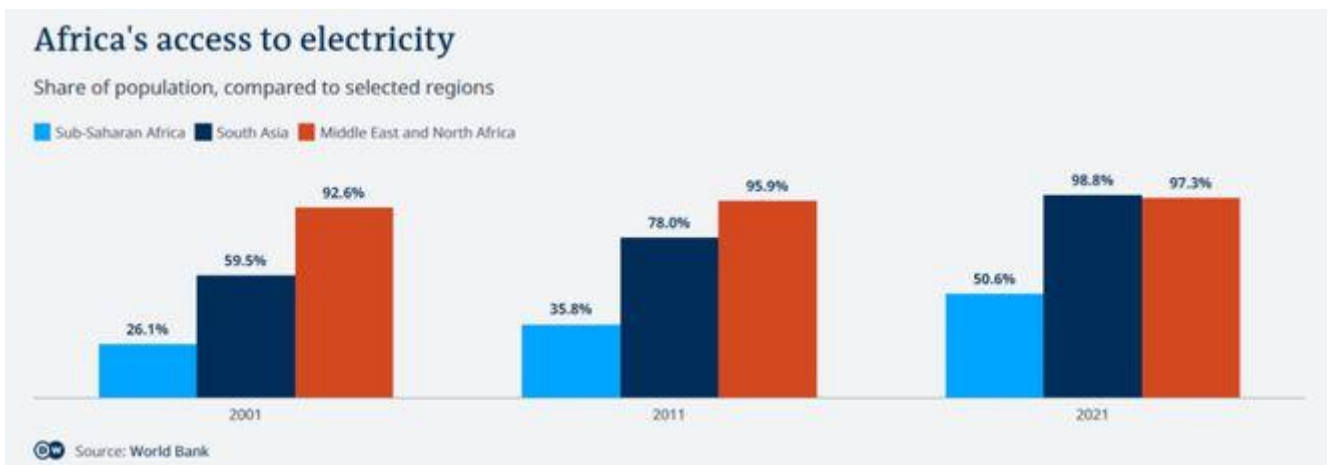
图5：2024-2025 年中国对南非逆变器出口情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

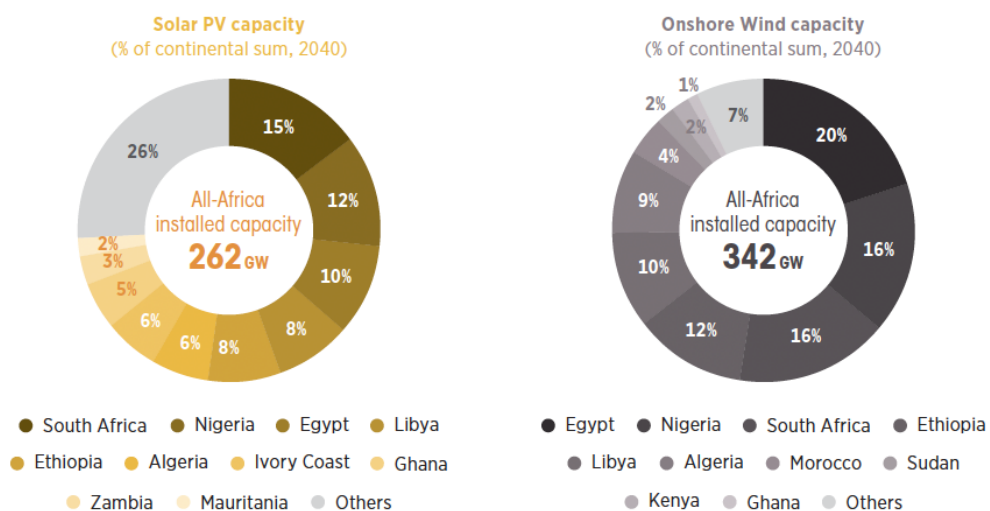
我们预计非洲或成为公司下一个潜力市场。（1）非洲是全球电力普及程度最低的地区，拥有近6亿缺电人口，撒哈拉以南的非洲电力普及率约50%，全球80%的无电人口和20个能源短缺最严重的国家中的18个都位于撒哈拉以南非洲。南非作为非洲工业化程度最高的经济体，分区轮流停电频繁，非洲大部分地区的情况与此类似。（2）非洲可再生能源潜力大，但仍处于开发早期。根据非洲开发银行的评估，非洲拥有几乎无限的太阳能发电潜力（10TW）、风能（110GW）。根据IRENA发布的《非洲大陆电力系统总体规划》（CMP），非洲可再生能源装机容量将从2023年的62GW增长至2040年的750吉瓦，最适合开发风光资源的TOP10国家将分别占据太阳能光伏和风能装机容量的74%和93%。南非、尼日利亚、埃及、利比亚、埃塞俄比亚、阿尔及利亚、加纳、赞比亚、科特迪瓦等是重要市场，埃及、摩洛哥、突尼斯、尼日尔、纳米比亚等非洲国家均明确了发展规划。（3）非洲是“一带一路”重要地区，中国不仅是非洲最大的双边贸易伙伴，也是非洲最大的外援资金来源之一，同时还拥有全球80%以上的可再生能源制造能力。随着光储成本下降，绝大部分非洲地区已经实现光伏平价上网。**我们认为德业已在非洲南部和西部设立了本地化的技术支持与售后服务团队，持续加大对南非、尼日利亚及其他非洲市场的开拓，未来有望持续受益于光储需求高增。**

图6：撒哈拉以南的非洲电力普及率仅约50%



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

图7：非洲光伏、风电可再生能源装机规划国家分布情况

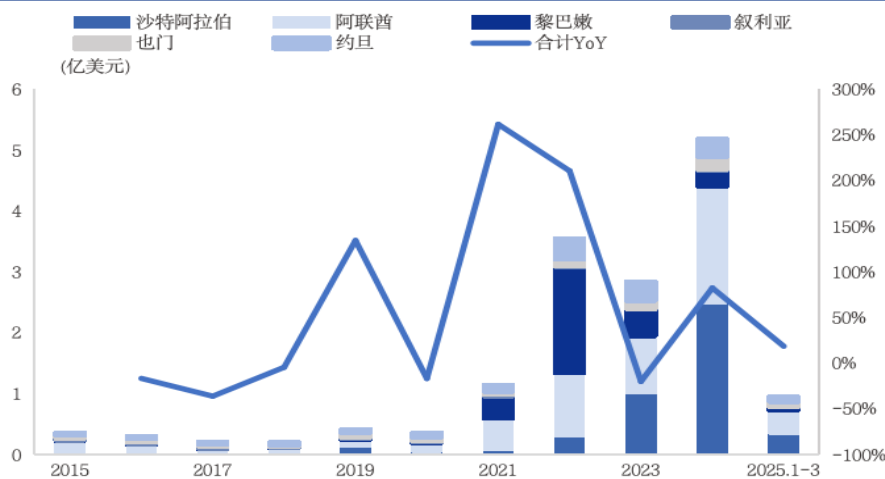


资料来源：《非洲大陆电力系统总体规划》IRENA, 中国银河证券研究院

（二）中东：电网薄弱叠加地缘冲突，储能需求爆发

中东可再生能源诉求强烈、电网薄弱叠加地缘政治博弈，配套储能需求迫切。随着全球能源转型加速，中东地区发展可再生能源诉求强烈，国际能源署《2024 年可再生能源报告》预计到 2030 年，中东和北非光伏新增装机容量达 84GW，其中超过 50%来自沙特阿拉伯和阿联酋。（1）沙特、阿联酋等主力国家集中式光伏为主，分布式光伏是重要参与者，通过净计量计划和并网法、住宅和商业建筑补贴、与私营公司的合作开发大型分布式太阳能项目支持发展。（2）黎巴嫩、叙利亚、也门、以色列深受冲突困扰，部分国家经济持续衰退，电网被严重破坏，频繁停电、供电不稳定以及电价高昂问题突出，微电网以及离网光储需求旺盛。随着国际援助的增加、政府政策的支持以及技术的进步，光储潜力较大。（3）根据海关总署数据，2024 年中国对中东各国逆变器出口创新高，2025 年 3 月出口 0.24 亿美元，同比-35.3%，环比-27.4%，1-3 月出口 0.95 亿美元，同比+18.7%。**我们认为德业产品丰富，积极参加中东展会，前期深耕北非市场，并拟投资建设马来西亚生产基地进一步辐射中东、南亚、非洲的多个国家，未来有望受益。**

图8：2015-2025 年中国对中东各国逆变器出口情况

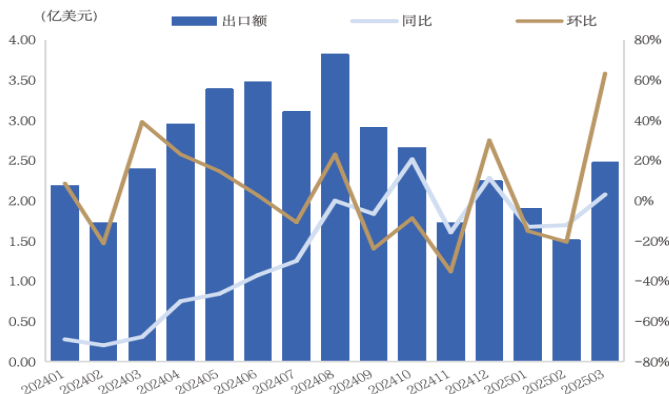


资料来源：海关总署, 中国银河证券研究院

（三）欧洲：西欧复苏需求持续增长，东欧乌克兰战乱极度缺电户储需求旺盛

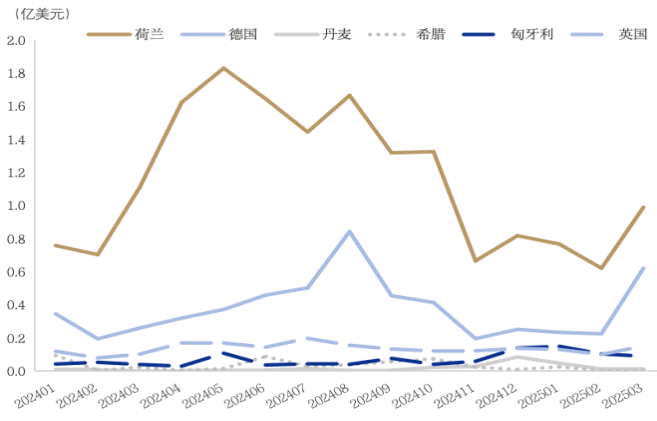
能源转型叠加光储经济性提升，西欧去库尾期逐渐复苏。欧洲能源危机推动电价剧增，户储经济性显著提升，发展迅速，但 2023 年下半年开始，受库存影响，我国逆变器对欧出口连续下滑。目前，欧洲降息有望刺激光储需求，考虑到经历一年多库存去化周期，我国逆变器对欧出口数据同比环比降幅缩小，去库或接近尾声。丹麦、荷兰、希腊、匈牙利、英国等市场受政策导向，能源转型及经济性等因素驱动，需求向上。**我们认为，乌克兰因战损导致电力系统重构，并加剧东欧国家能源安全焦虑，光储需求刚性。德业凭借通过波兰渠道进入乌克兰市场，已实现户储产品快速放量，未来有望把握以乌克兰为代表的东欧分布式光储加速扩容机遇。**

图9：2024-2025年中国对欧洲逆变器出口情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

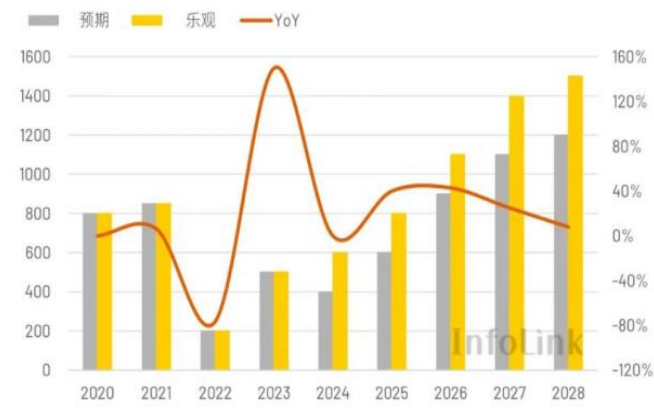
图10：2024-2025年中国对西欧各国逆变器出口情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

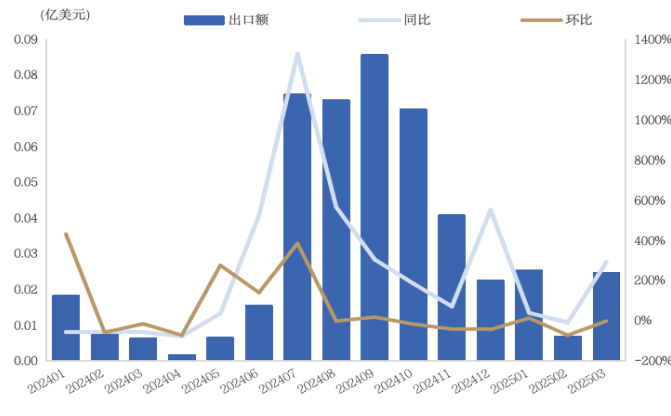
乌克兰境内因俄乌冲突导致国家发电能力骤降，电力供应极度紧缺。（1）截至 2024 年 9 月，乌克兰全部火力发电厂和几乎所有的水力发电能力已被摧毁。乌克兰央行预测 2024-2025 年全国平均电力不足率约为 5%。根据 PV infolink 预测,2025 年光伏新增装机同比+40%左右达 600-800MW,长期光伏需求更有望重回 GW 级。（2）此外，乌克兰官方推出为期 10 年的零息贷款援助鼓励居民安装户储，并推出对风光储设备免征关税与增值税的政策，降低购置成本。2025 年 3 月出口 0.03 亿美元，同比+289.81%，环比-2.38%，1-3 月出口 0.06 亿美元，同比+76.51%。**我们认为，乌克兰因战损导致电力系统重构，并加剧东欧国家能源安全焦虑，光储需求刚性。德业凭借通过波兰渠道进入乌克兰市场，已实现户储产品快速放量，未来有望把握以乌克兰为代表的东欧分布式光储加速扩容机遇。**

图11：2020-2028年乌克兰光伏新增装机情况



资料来源：Infolink，中国银河证券研究院

图12：2024-2025年中国对乌克兰逆变器出口情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）亚洲：东南亚孤岛、印巴缺电刺激需求

孤岛、电网薄弱、以及政策激励影响下，东南亚分布式光储有望成为新增量。（1）东南亚国家普遍具有人口众多、岛屿众多、能源结构以化石能源为主、电网基础设施薄弱、电力供应不稳定等共性特征，叠加工业化城镇化快速发展、太阳能资源丰富和光储系统成本持续下降，区域分布式光伏与离网系统需求有望高增。（2）政策层面，近年东南亚国家相继出台了净计量政策、上网电价机制（FiT）、直接购电协议（DPPA）、大型再生能源招标计划等政策工具，形成以市场机制为导向、鼓励自发自用与企业参与的政策趋同局面。根据 Infolink 预测，截至 2024 年，整个东南亚地区的光伏需求量约落在 8-12GW 之间，2028 年有望较 2024 年增长超过 70%。（3）2025 年中国对东南亚菲律宾、越南、缅甸、印尼四国逆变器出口同比增长显著，2025 年 3 月出口 0.60 亿美元，同比

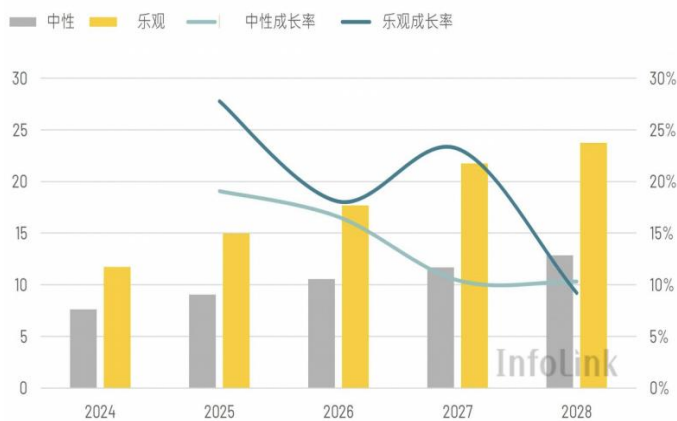
+72.5%，环比+159.2%，1-3月出口1.32亿美元，同比+43.6%。我们认为在东南亚户储需求高增情况下，德业目前已完成马来西亚子公司的设立登记，拟在马来西亚建设生产基地，未来公司有望快速辐射东南亚各国。

表2：东南亚部分国家电力现状

国别	电网基础	能源结构	电价	政策激励	可再生能源	2024年中国逆变器累计出口金额
菲律宾	人口约1.17亿(2023年)，孤岛众多，构建大型输电线路难度大、成本高，电网基础设施薄弱，许多偏远地区电网设备老旧，自然灾害频发，冲击电力供应，因而存在较多离网户储、工商储需求	化石燃料约78%	菲律宾电价极高，居民电价在1.4元/KWh左右，工商业电价在1.1元/KWh左右。因燃料和电网建设成本高，电价高且停电频繁，家庭和企业多自备柴油发电	可再生能源组合标准(RPS)、净计量计划、绿色能源拍卖计划、允许外资100%参与可再生能源项目	《2023-2050能源计划》设定了到2030年、2040%将可再生能源在发电结构中占比提高到35%、50%的目标	1.06亿美元
越南	电力基础设施老化，电力生产完全跟不上电力消耗的速度，2023年越南北部面临巨大的电力短缺，制造、运营和住宅区的电力按照替代时间表供电	煤电电量49.8%，水电22.9%，从国外进口约1.4%的电力		固定电价补贴、直接购电协议(DPPA)机制、2024年7月生效的第356号通知针对自发自用的屋顶光伏项目，大幅简化申请流程，放宽装机容量限制	据Infolink，截至2024年，越南的光伏需求约1-1.6GW，预期2025年需求将有望进一步攀升至1.4-2.4GW，成长率约40-50%，彰显出相对其他东南亚国家更强劲的增长态势	0.70亿美元
缅甸	长期政治不稳定、基建投资不足，2024年缅甸的电力产量仅能满足全国50%的电力需求。2025年3月地震后，缅甸基础设施损毁严重，电网基础设施亟待恢复	水电约占50%，天然气43%		缅甸当局强调：新建建筑必须安装光伏系统	根据《缅甸国家自主贡献》报告，缅甸需每年增加300-500兆瓦电力供应，直至2030年，才能勉强维持当前的电力水平。	0.45亿美元
印尼	人口2.81亿，岛屿众多超17000个	煤炭占60%	电力销售价格低于电力成本价格，财政提供补贴，居民用电电价便宜且无分时价	作为东南亚GDP总量最高的国家，政府高度支持可再生能源转型，特别是离网光伏的开发。2024年8月，光伏发电项目的最低本地化要求已从之前的约40%降至20%。	新任总统在G20峰会上宣布计划将可再生能源装机比重于2025年/2050年分别提升至23%/31%，对应26.45GW/133.3GW	0.011亿美元
马来西亚	三大电网相互独立，运营、监管、电价等各自为政，能源结构、用电需求和发展程度差异大	煤电约43%，天然气约37%		2024年9月实施企业再生能源供应计划(CRESS)，对于有额外电力需求的大型工商业用户，未来购电与供电双方可直接进行协议，不必通过国家能源公司	马来西亚能源和自然资源部宣布，可再生能源占比从2025年的31%增至2035年的40%。同时，政府承诺到2040年建设18.4GW的可再生能源装机容量。	0.62亿美元
泰国	作为东南亚最大的电力市场之一，泰国在2022年的电力消耗量达222TWh，当年总发电量192.8TWh。电力需求持续高增，电力供不应求。	化石燃料占比超过四分之三，且依赖进口		2024年6月正式启动直接购电协议(DPPA)试行。并推出2022-2030年FIT上网电价计划及户用居民光伏计划等政策	根据电力发展计划草案(PDP2024)，清洁能源的份额从2024年的26%增至2035年的52%。	1.40亿美元

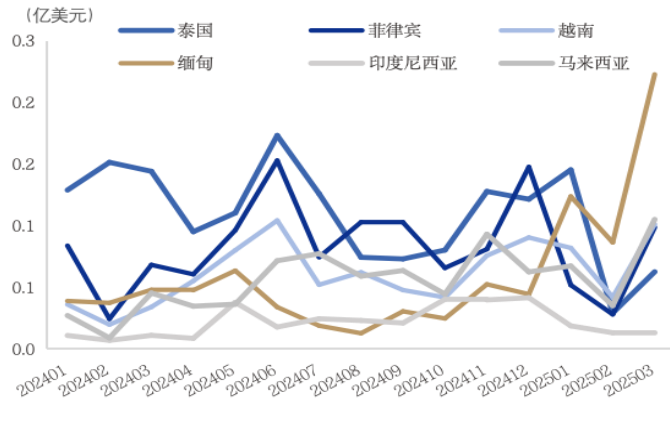
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13: 2024-2028 年东南亚市场需求 (单位: GW)



资料来源: Infolink, 中国银河证券研究院

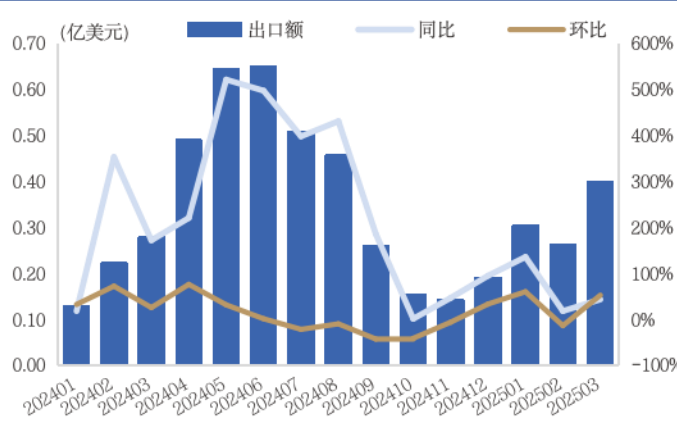
图14: 2024-2025 年中国对东南亚各国逆变器出口情况



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

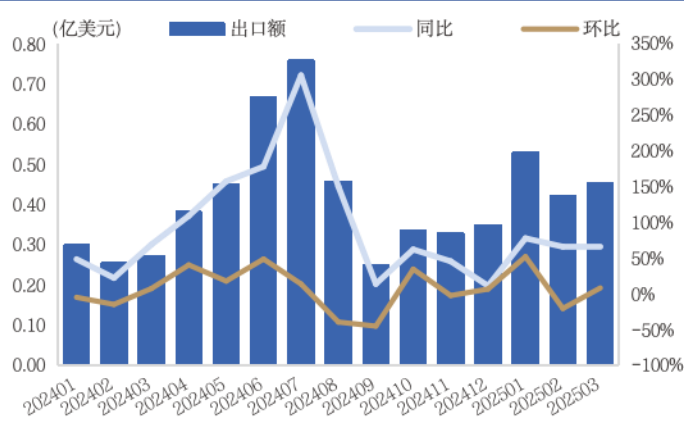
巴基斯坦电力供应不稳定、电费高昂以及光储经济性提升推动光储需求高增，公司先发优势明显。 (1) 巴基斯坦人口超过 2 亿，是世界第六人口大国，但面临着严重的电力短缺问题。亚洲开发银行 (ADB) 的报告显示，该国平均每月经历约 31 次停电，年均停电高达 372 次。2023 年的大停电持续超过 12 小时，覆盖了 99% 的国土。(2) 巴基斯坦石油和天然气的发电量占比约 45%，但依赖化石燃料进口，进口金额不断上涨导致居民电价高涨。根据中国能源报数据，2024 年巴基斯坦家庭月平均电费为 350 美元，远高于 2023 年的 100 美元左右。创纪录的高电价一定程度上刺激了光伏安装的需求。安装家用太阳能光伏板的成本约为 3500 美元，据统计安装太阳能设备至少可以减少 60-70% 的电费，且发电量相对稳定。(3) 政府通过实施净计量法规、财政激励政策 (税收优惠或者补贴政策、融资支持) 支持光储发展。2025 年 3 月，净计量法规曾被宣布回购价格从每单位 27 卢比大幅削减至每单位 10 卢比，但 4 月内阁决定暂缓批准，并承诺现有的净计量消费者在其七年协议的有效期内，不会受到此次政策修订的影响。此外，省级公用事业规模项目以及光储成本的下降将持续推动光储装机需求。(4) **根据海关总署数据，2024 年来中国对巴逆变器出口持续高增，2025 年 3 月出口 0.40 亿美元，同比+43.13%，环比+52.30%，1-3 月出口 0.96 亿美元，同比+53.15%。**我们认为，巴基斯坦电力系统不稳定、电价高企，且太阳能资源丰富，政策激励光储装机叠加光储系统经济性提升有望持续推动光储需求。我们认为中巴关系友好，德业进入巴基斯坦市场较早，其主打的低压产品能够满足当地市场对于离网的刚性需求，先发优势显著，有望把握巴基斯坦光储市场快速发展的机遇，持续提升市占率。

图15: 2024-2025 年中国对巴基斯坦逆变器出口情况



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图16: 2024-2025 年中国对印度逆变器出口情况



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

印度电力供不应求，叠加强制配储等光储激励政策，潜力无穷。 (1) 印度人口超过 14 亿，是世界第一人口大国，当地电力基础设施始建于 20 世纪中期，设备老化、效率降低、事故频发等问题

未得到缓解，2023年其电网线损率为15%，是全球平均水平的两倍左右。（2）电力供不应求。国际能源署（IEA）报告显示，印度的峰值电力负荷十年内增长68%，2024年达250GW。假设印度夏季夜间的最高负荷仍维持近年的高速增长，则将面临缺电问题。（3）印度政府加大对光伏与储能的投资，推动需求增长。2025年初，印度中央电力部已要求由可再生能源实施机构和州电力公司主办的太阳能招标项目至少安装两小时的共置储能系统，相当于安装太阳能容量的10%。如果强制配储要求得以实施，预计到2030年将安装约14GW/28GWh的储能系统。光伏方面，2022-2032年国家电力计划预计2024-2027年间需光伏装机需新增110GW，infolink预计印度光伏装机容量有望从2023年60GW增加至2030年的280GW，CAGR达到25%。具体到户储方面，总理光伏家庭计划（PM-SuryaGhar）目标是将2026年前分布式累积装机达40GW（2023年底仅11GW），并预计为一千万户家庭提供每月最多300kWh的免费用电。（4）根据海关总署数据，2024年来中国对印度逆变器出口持续高增，2025年3月出口0.45亿美元，同比+67.03%，环比+8.05%，1-3月出口1.40亿美元，同比+70.42%。**我们认为，印度电力供应不足、电力设施老化和政府对光储市场支持将进一步推动当地光储市场的发展。德业有机会凭借其在逆变器领域的技术积累和早期布局，在印度光储市场保持优势地位。**

位居第一，未来有望把握南非光储发展机遇实现逆变器出货高增。

图17：2024-2025年中国对巴基斯坦逆变器出口情况



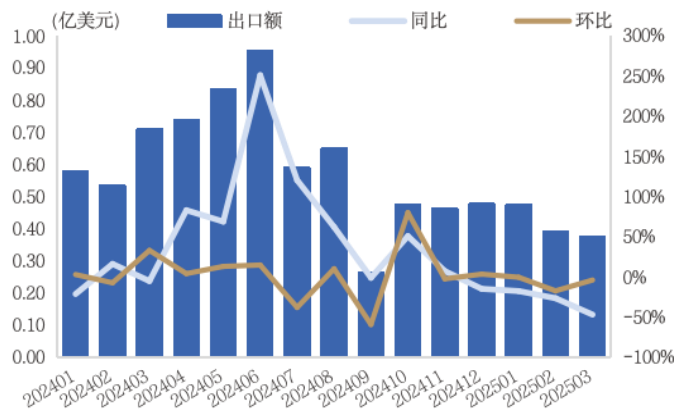
资料来源：Infolink，中国银河证券研究院

（五）拉美：光储有望稳步增长，强劲渠道保障长期发展

巴西光储有望保持稳步发展，强劲渠道保障公司长期发展。（1）**巴西电网脆弱**，主要是因为能源结构仍以水电为主（占比约60%），但易受旱季及极端天气影响；东北能源中心和南部、东南部负荷中心呈逆向分布，网架薄弱，缺乏弹性电网和可靠调控技术，近15年内累计规模性停电已达7次，2009年和2023年大停电影响巴西全部负荷的40%和25%。（2）**巴西户储渗透率约30%，潜力大**。据巴西光伏行业协会（ABSOLAR）报告，2024年巴西光伏新增装机14.97GW，累计装机52.88GW，其中分布式37.4GW，占比超70%。巴西全国共有9300万个潜在可用屋顶，根据巴西国家电力监管机构（ANEEL）数据，截至2025年2月底，巴西分布式光伏装机容量超过37.61GW，共2830万套系统并网，其中住宅系统占主导地位。我们假设并网全部来自住宅，屋顶光伏渗透率仍只有30%，仍有较大潜力。（3）**进口组件税率提高，分布式政策支撑户用需求**。巴西实施进口关税限制，进口组件税率于2024年11月进一步自10.8%提高至25%，但巴西政府和地方当局仍通过新产业计划、低收入分布式发电系统消费者不低于50%的用电费用折扣、小型分布式发电免税、地

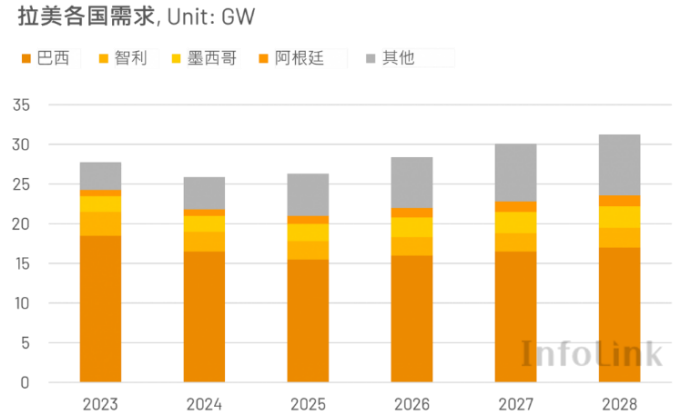
产税折扣等多种手段刺激分布式光伏发展。此外，ANEEL 将在 2025 年 5 月发布储能系统相关规范，6 月进行首场大型储能拍卖。(4) 根据海关总署数据，2023 年加息中国对巴西逆变器出口下滑 33%至 5.4 亿美元，2024 降息恢复到 7.3 亿美元，2025 年 3 月出口 0.38 亿美元，同比-47.01%，环比-4.07%，1-3 月出口 1.24 亿美元，同比-31.77%。考虑到巴西政策支持分布式光伏、净计量立法、电价持续上涨、电动汽车普及率提升，我们认为巴西户储需求依然旺盛。即使考虑到进口关税，中国产品成本更具竞争力。巴西已成为德业组串式逆变器与微型逆变器最大的出货地之一，且公司与巴西知名分销商 ALDO COMPONENTES ELETRONICOS LTDA（巴西大型光伏产品分销商，在巴西分销市场占有率达 30%）及 SERTRADING BR LTDA（巴西大型光储公司 Belenus Solar 下的贸易平台）保持长期合作，我们认为公司在巴西具有强劲的渠道优势，仍有望保持稳步发展。

图18: 2024-2025 年中国对巴西逆变器出口情况



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图19: 2023-2028 年拉美光伏新增装机情况



资料来源: Infolink, 中国银河证券研究院

拉美仍处于光储发展早期，爆发式增长可期。从拉美区域整体来看，拉美人口众多约 6.40 亿，光照充足，极端天气较多，电网稳定性不足，且处于工业化高速发展阶段，电力需求旺盛。目前，拉美仍处于光储发展早期，巴西、墨西哥、智利、哥伦比亚等出台政策支持光伏、储能发展。拉美地区是成为“一带一路”倡议的重要参与方，中国是巴西、智利、秘鲁等国第一大贸易伙伴。**我们认为拉美电网薄弱，光储增量空间广阔，德业有机会凭借在巴西的先发布局、与头部渠道商的深度合作，以及离网产品优势，深耕拉美市场，持续巩固市场领先地位。**

二、产品、规模、渠道叠加材料自制率高，塑造高毛利

(一) 持续拓展高毛利产品，工商储等新产品有望增厚业绩

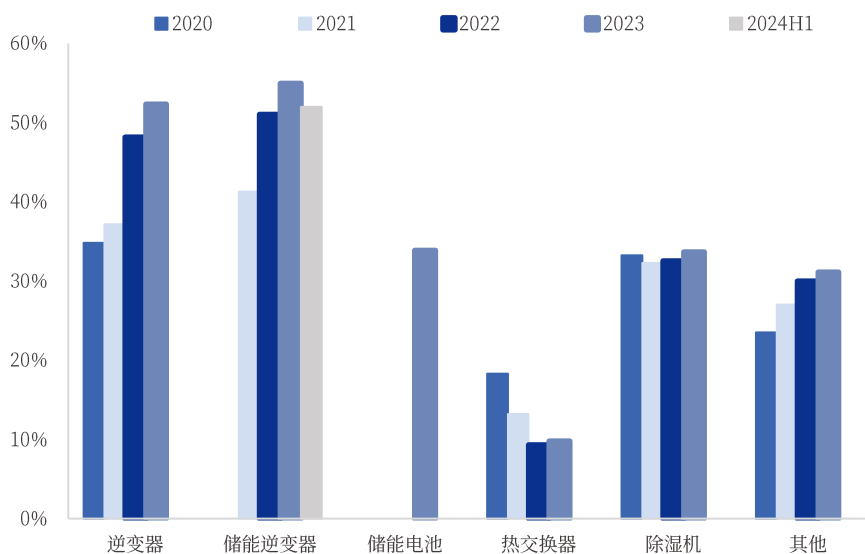
家电转型光储，持续打造高毛利产品。公司自 2000 年设立之初开始从事环境电器的研发、生产和销售；2007 年起为美的配套生产家用空调热交换器，2015 年公司结合自身的供应链管理能力和技术迭代能力以及成本优势，逐步拓展分布式光储新赛道，产品覆盖逆变器及储能电池。2022 年逆变器业务已成为第一大业务板块，且毛利率远高于除湿机、热交换器等传统产品。**我们认为公司从家电转型高毛利光储赛道，不仅体现了公司持续产品创新、纵向拓展的能力，同时可发挥家电企业消费品洞察、成本控制以及海外渠道优势。**

图20: 公司产品覆盖示意图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: 公司产品毛利率持续提升

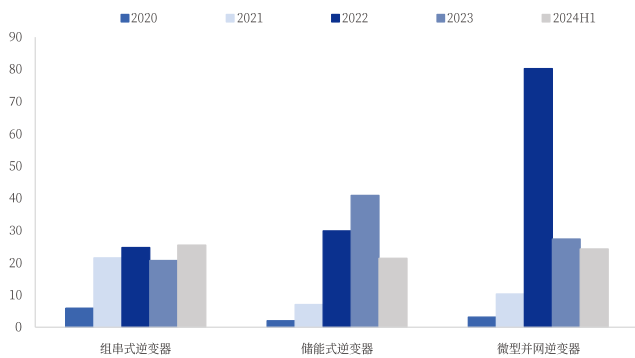


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：逆变器包括光伏逆变器和储能逆变器

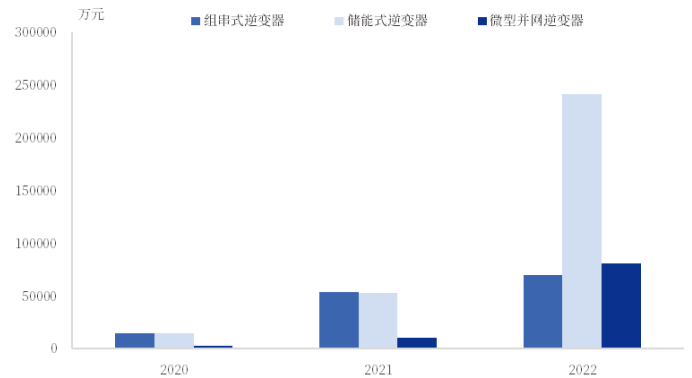
逆变器矩阵齐全，重点布局储能逆变器。公司覆盖储能、组串、微型逆变器产品矩阵，三类产品协同增长。根据公告，储能式逆变器销量从2020年的2.02万台增长至2023年的40.87万台，CAGR为172%；微型并网逆变器销量从2020年的3.14万台增长至2023年的27.35万台，CAGR为106%；组串式逆变器销量从2020年的5.90万台增长至2023年的20.67万台，CAGR为52%。公司确定储能逆变器作为主要发展方向，专注低压储能逆变器细分赛道。根据国际咨询机构弗若斯特沙利文数据，公司2022年全球用户侧应用储能逆变器出货量份额约12.8%，排名全球第二。2022年公司储能逆变器营收放量已达24.18亿元，占逆变器业务收入的61.12%。

图22：2020-2024H1 公司逆变器销售台数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图23：2020-2022 年公司逆变器销售金额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

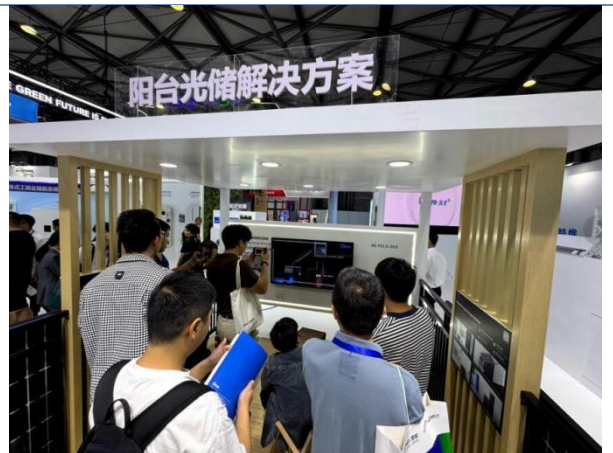
新推储能电池、工商储能、微储，进一步满足光储需求。（1）公司可提供锂电池储能系统解决方案，与公司储能逆变器产品深度整合，根据公司公告，2024年储能逆变器与储能电池包收入利润同比增长。（2）工商业储能解决方案MS-G215，集成了EMS、PCS、BMS、锂电池、辅助电源等模块，通过在电池仓和电气仓分别配备热管理系统，以及多个温度传感设备，并辅之以气溶胶灭火器，极大地提高了产品的安全性，具备卓越的充放电特性，可根据电网分时电价，实时优化调度电力，满足负载用电需求。能为山区和离岛等电网不稳定地区提供安全稳定的清洁能源。（3）2024年上海SNEC ES+展会上，公司推出阳台微储解决方案，分体式设计的微储系列，既能作为微逆单独使用，又可以匹配储能电池，通过使用TOU模式，能充分利用峰谷电价，提供更灵活的24小时分时段阳台户用光储解决方案。我们认为从逆变器到储能，再到阳台微储能，公司研发和产品创新能力突出，可满足更多客户多场景用电需求，有望持续实现业绩高增。

图24：德业工商业储能系统解决方案



资料来源：德业股份，中国银河证券研究院

图25：德业阳台光储解决方案

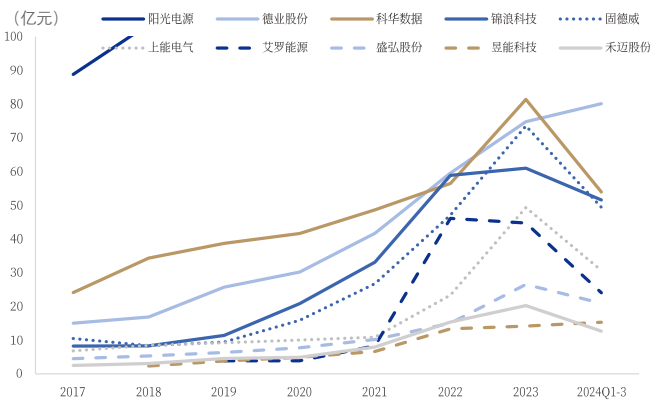


资料来源：德业股份，中国银河证券研究院

(二) 规模优势突出，期间费用率较低

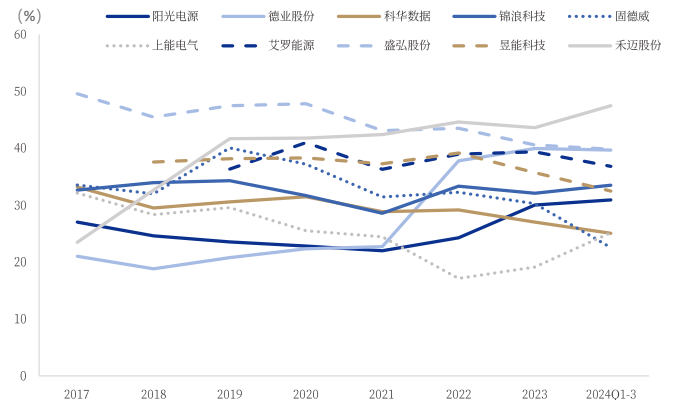
经销助力塑造规模优势，保持较低期间费用率。和同行相比，公司营收规模仅次于阳光电源，2021 年来毛利率持续提升保持较高水平，销售费率、管理费率、财务费率较低。我们认为这是因为（1）公司出身传统家电企业，实行精细化管理，期间费用率一直控制在较低水平。（1）公司依托境外经销合作伙伴或采用贴牌本土经销商的模式进行销售，相较部分同行业可比公司在境外设立子公司并投入销售团队的方式，降低了市场及客户开发等销售环节成本。公司覆盖储能、组串、微型逆变器产品矩阵，光储产品协同效应强，可有效复用销售渠道，实现管理资源的集中，节省销售成本及管理成本。（3）有别于同行业竞争对手积极拓展新兴业务，德业变频聚焦主业逆变器且现有产品已渡过市场开拓期并快速起量，多元产品以及大规模的销售订单以及使得公司在与经销商、原材料提供方等合作时拥有更强的议价能力，有效地控制期间费用。

图26: 2017-2024Q1-3 逆变器公司营收规模情况



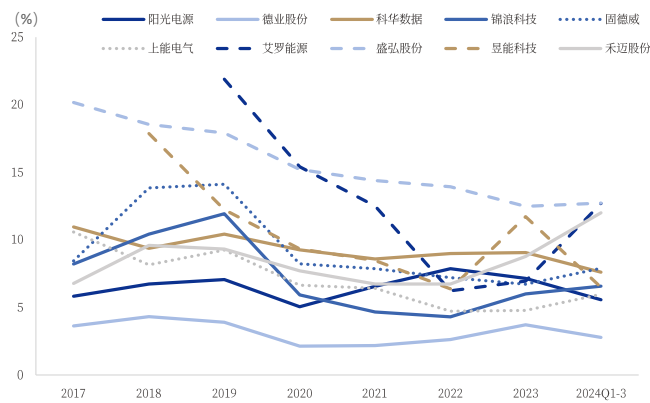
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2017-2024Q1-3 逆变器公司毛利率情况



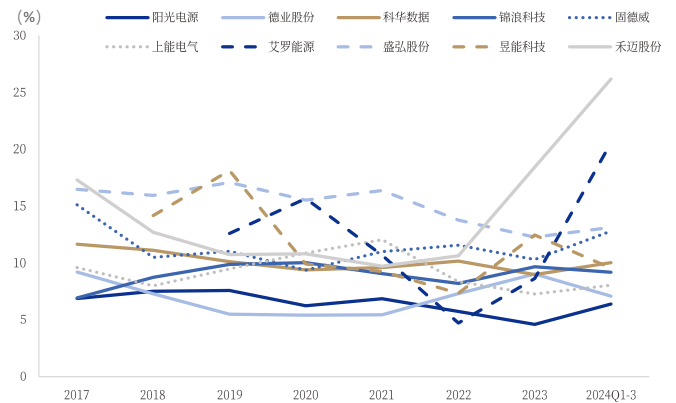
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2017-2024Q1-3 逆变器公司销售费用率情况



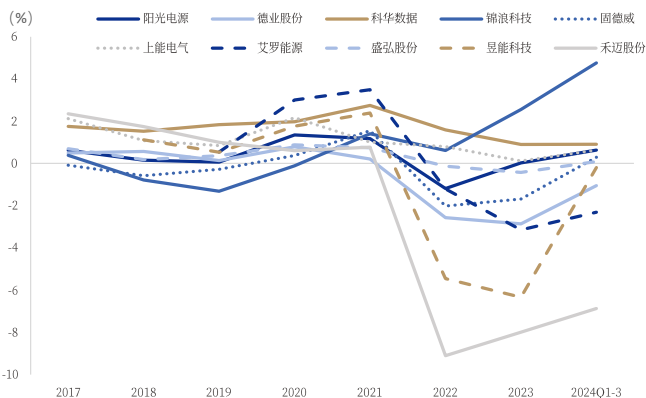
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2017-2024Q1-3 逆变器公司管理费用率情况



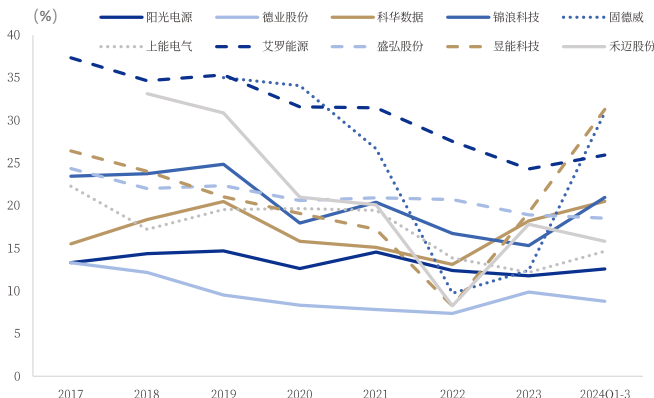
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2017-2024Q1-3 逆变器公司财务费用率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 2017-2024Q1-3 逆变器公司期间费用率情况

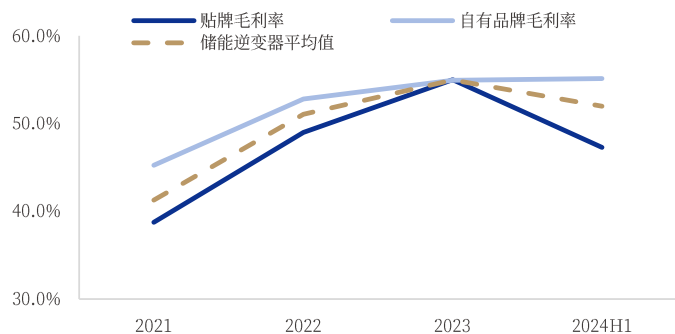


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 自主品牌和贴牌均保持高毛利, TOP5 经销商贡献海外收入近一半

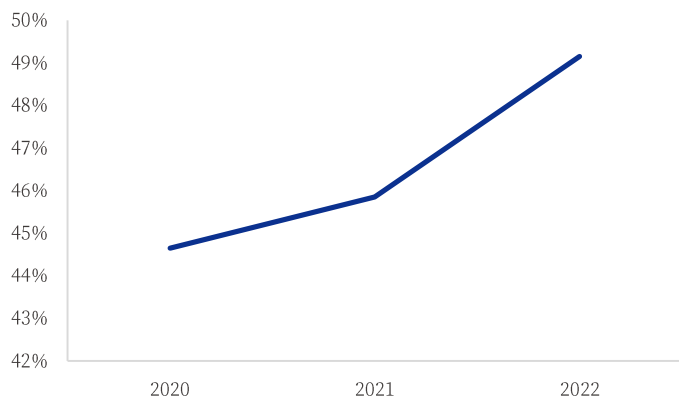
自主品牌和贴牌同步拓展, 保持高毛利。公司逆变器海外业务主要通过光伏系统集成商、EPC 承包商、安装商等经销商进行销售, 包括自有品牌和贴牌两种方式。根据公司公开的 2022 年调研纪要可知, 美国全部都是贴牌, 南非也是大部分贴牌, 巴西绝大部分是自主品牌。根据公司公告, 除 2023 年外公司贴牌产品毛利率均略低于自有品牌产品毛利率, 我们认为这主要是因为公司具有规模经济效应以及成本控制能力强, 南非等贴牌市场需求稳定, 能够保证持续的生产和销售, 从而维持一定的毛利率。

图32: 公司贴牌产品和自有品牌产品毛利率相当



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图33: 2020-2022 年公司海外销售前五大客户占海外销售收入比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

海外经销商合作稳定, TOP5 贡献海外收入近一半。2020-2022 年, 公司海外销售前五客户合计销售额占当期主营业务收入的比重分别为 6.65%、13.98%及 28.62%, 占当期境外销售收入的比例分别为 44.65%、45.86%及 49.15%。从 2020-2022 年公司前五大客户可以看出, 公司与美国、巴西、印度、南非、阿联酋等国经销商保持长期合作, 具体客户包括 China National Building Material Group Fze (中国建材集团在中东设立的海外公司)、Portable Solar Llc (美国知名光储经销商, 主要销售美国、加拿大、墨西哥)、Global Tech China Ltd (南非)、Aldo Componentes Eletronicos Ltda (巴西)、Helte Equipamentos Eletricos EIRELI (巴西生产商)、Sertrading Br Ltda (巴西大型光储公司 Belenus Solar 下平台) 等。其中, 公司与美国经销商 Portable Solar (Sol-Ark) 签订了独家代理协议。

表3：2020-2022 年公司前五大客户情况

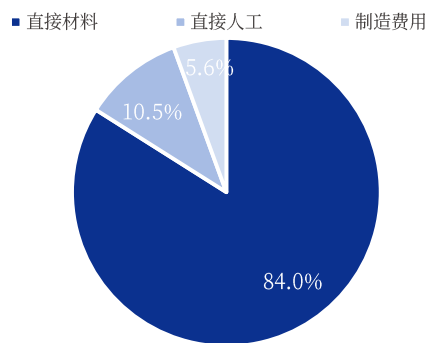
年份	客户名称	销售区域	销售金额 (万元)	主要销售产品	占主营收入比重	占海外主营收入比重
2022	Global Tech China Ltd.	南非	65,100.33	逆变器	10.98%	18.85%
	SERTRADING BR LTDA	巴西	38,958.04	逆变器	6.57%	11.28%
	PORTABLE SOLAR LLC	美国	38,381.02	逆变器	6.47%	11.11%
	ALDO COMPONENTES ELETRONICOS LTDA	巴西	17,887.91	逆变器	3.02%	5.18%
	CHINA NATIONAL BUILDING MATERIAL GROUP FZE	阿拉伯联合酋长国	9,428.22	逆变器	1.59%	2.73%
2021	PORTABLE SOLAR LLC	美国	17,031.27	逆变器	4.11%	13.49%
	SERTRADING BR LTDA	巴西	14,578.05	逆变器	3.52%	11.55%
	Global Tech China Ltd.	南非	13,230.71	逆变器	3.19%	10.48%
	Meaco (U.K.) Limited	英国	6,929.37	除湿机	1.67%	5.49%
	Helte Equipamentos Eletricos EIRELI	巴西	6,109.05	逆变器	1.48%	4.84%
2020	Meaco (U.K.) Limited	英国	6,444.86	除湿机	2.15%	14.41%
	PORTABLE SOLAR LLC	美国	5,457.51	逆变器	1.82%	12.20%
	KSOLARE ENERGY PVT.LTD.	印度	3,779.17	逆变器	1.26%	8.45%
	Global Tech China Ltd.	南非	2,339.85	逆变器	0.78%	5.23%
	INTERTEX, INC	美国	1,949.85	除湿机	0.65%	4.36%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 材料自制率高叠加 IGBT 国产化，控费优秀

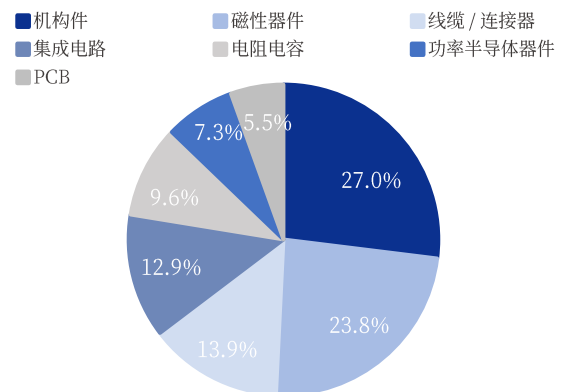
材料自制率高叠加 IGBT 国产化，费用管控能力优秀。逆变器业务主要原材料为机构件、磁性器件、线缆/连接器、集成电路、电阻电容、功率半导体器件、PCB。逆变器成本构成中，材料占比约 84%。根据艾罗能源招股书可知，机构件一般在原材料占比约 27%。公司凭借小家电零部件制造优势，实现机构件自给。此外，IGBT 作为逆变器重要电子元器件，约占逆变器成本的 10%。公司芯片国产化的进程相对较快，从 2021 年开始对其进行国产化替代测试，并与国内 IGBT 厂商建立稳定的合作关系，有效保障公司供应链稳定性，并实现生产成本的降低，费用管控能力优异，盈利能力领先同行企业。

图34：2023 年逆变器成本构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：机构件在原材料中占比达 27%



资料来源：艾罗能源招股说明书，中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值分析

(一) 盈利预测

(1) 逆变器业务：我们预计 2024/2025/2026 年储能、组串、微型逆变器三类产品协同增长，公司凭借技术和市场优势，市占率有望进一步提升，我们预计 2024/2025/2026 年公司逆变器营收 61.98/103.16/141.40 亿元，毛利率分别为 48.5%、48%、48%。

(2) 储能电池：未来储能电池配置率提升，储能电池有望和储能逆变器协同发展，我们预计 2024/2025/2026 年储能电池营收 24.95/37.30/50.36 亿元，毛利率分别为 43.4%、43%、43%。

(3) 热交换机、除湿机业务：我们预计传统业务保持稳健发展，我们预计 2024/2025/2026 年热交换器营收 17.11/18.82/20.70 亿元，毛利率分别为 10.9%、10%、10%；除湿机营收 11.07/12.18/13.39 亿元，毛利率分别为 36.1%、35%、35%。

基于以上假设，预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 29.42/44.79/60.49 亿元，对应 EPS 分别为 4.55/6.93/9.36 元。

表4：公司业务预测

			2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)			30.24	41.71	59.57	74.80	119.09	175.84	230.67
	逆变器		3.30	11.98	39.57	44.29	61.98	103.16	141.40
		YoY		262.3%	230.4%	11.9%	39.9%	66.4%	37.1%
	储能电池			0.00	0.00	8.84	24.95	37.30	50.36
		YoY					182.1%	49.5%	35.0%
	热交换器		20.71	23.28	12.37	13.45	17.11	18.82	20.70
		YoY		12.4%	-46.9%	8.7%	27.3%	10.0%	10.0%
	除湿机		4.54	5.62	5.79	7.04	11.07	12.18	13.39
		YoY		23.8%	3.0%	21.5%	57.3%	10.0%	10.0%
	其他		1.68	0.81	1.82	1.17	3.98	4.38	4.82
		YoY		-52.2%	126.7%	-35.6%	238.8%	10.0%	10.0%
毛利率			22.6%	22.9%	38.0%	40.4%	40.4%	41.8%	42.6%
	逆变器		34.8%	37.2%	48.2%	52.3%	48.5%	48.0%	48.0%
	储能电池					33.9%	43.4%	43.0%	43.0%
	热交换器		18.3%	13.2%	9.3%	9.8%	10.9%	10.0%	10.0%
	除湿机		33.3%	32.3%	32.5%	33.7%	36.1%	35.0%	35.0%
	其他		23.5%	27.0%	30.0%	31.1%	34.4%	35.0%	35.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 相对估值

公司当前估值水平与阳光电源、科华数据、锦浪科技、固德威、上能电气、艾罗能源、盛弘股份、昱能科技、禾迈股份等其他逆变器企业相比相对估值便宜，我们认为公司是逆变器新兴市场出海龙头，业绩增长动力较强，具有估值优势。

表5: 可比公司估值情况 (截至 2025.4.15)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB 目前
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300274	阳光电源	57	1,188	5.38	6.42	7.47	10.66	8.92	7.67	3.40
002335	科华数据	40	205	0.87	1.31	1.64	46.12	30.88	24.65	3.51
300763	锦浪科技	51	202	2.54	3.43	4.41	19.90	14.77	11.48	2.37
688390	固德威	44	107	0.51	2.38	3.33	86.52	18.54	13.25	3.70
300827	上能电气	27	99	1.49	2.27	2.94	18.38	12.10	9.32	4.68
688717	艾罗能源	50	80	1.85	3.60	4.97	26.96	13.87	10.03	1.72
300693	盛弘股份	31	96	1.79	2.27	2.85	17.19	13.61	10.81	4.97
688348	昱能科技	42	66	1.47	2.21	2.93	28.78	19.13	14.44	1.74
688032	禾迈股份	104	130	2.99	4.89	6.40	34.90	21.38	16.32	1.97
			360				36.32	17.04	13.28	
605117	德业股份	85	548	4.55	6.93	9.36	18.54	12.18	9.01	6.26

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

公司当前 PE 水平略高于历史平均, PB 低于历史平均。上市以来, 公司 PE(TTM) 均值为 51.4x, 当前公司 PE (TTM) 为 18.6x, 低于上市以来均值 64%; 上市以来, 公司 PB 均值为 13.9x, 当前公司 PB 为 6.3x, 低于上市以来均值 54.7%。

图36: 公司 PE 走势图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图37: 公司 PB 走势图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 绝对估值

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2024-2026 年, 参照前文盈利预测; 第二阶段为 2027-2031 年, 我们假设过渡期增长率为 20%; 第三阶段为 2031 年以后, 假设永续增长率为 2%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析, 在永续增长率正负波动 0.2%, 贴现率正负波动 0.5% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 104-114 元, 对应市值 675-739 亿元。

表6: 基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	20.00%
永续增长率	2.00%
贝塔值 (β)	1.20
无风险利率 (Rf)	1.70%

市场预期收益率 (Rm)	15.00%
有效税率 (T)	15.00%
债务资本成本 Kd	2.03%
债务资本成本比重 Wd	4.77%
股权资本成本 Ke	17.66%
加权平均资本成本 WACC	16.90%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

表7: 绝对估值敏感性分析

目标价		折现率						
		15.40%	15.90%	16.40%	16.90%	17.40%	17.90%	18.40%
永续 增长 率	1.40%	120.41	115.62	111.18	107.04	103.19	99.59	96.22
	1.60%	121.35	116.47	111.95	107.75	103.83	100.17	96.75
	1.80%	122.32	117.35	112.75	108.47	104.49	100.77	97.30
	2.00%	123.32	118.25	113.56	109.21	105.16	101.39	97.87
	2.20%	124.35	119.18	114.41	109.97	105.86	102.02	98.45
	2.40%	125.41	120.14	115.27	110.76	106.57	102.67	99.04
	2.60%	126.51	121.13	116.16	111.56	107.30	103.34	99.64

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

原材料价格大幅上涨的风险：公司营业成本中上游原材料占比高，如果原材料价格大幅上涨且顺价能力受限，将会对公司业绩产生不利影响；

市场需求不及预期的风险：如果户储新增装机不符预期，将会对公司业绩产生不利影响；

行业竞争加剧的风险：公司产品主要面对全球户储、工商储市场，如果市场竞争加剧，可能对公司盈利造成影响；

地缘政治的风险：公司海外业务加大拓展，地缘政治以及汇率波动对业绩有较大影响。

图表目录

图 1: 公司海外销售中逆变器为主	3
图 2: 公司逆变器业务以境外销售为主	3
图 3: 2024-2025 年主要光伏市场与新兴市场需求量	3
图 4: 中国对各洲逆变器出口情况	4
图 5: 2024-2025 年中国对南非逆变器出口情况	4
图 6: 撒哈拉以南的非洲电力普及率仅约 50%	5
图 7: 非洲光伏、风电可再生能源装机规划国家分布情况	5
图 8: 2015-2025 年中国对中东各国逆变器出口情况	6
图 9: 2024-2025 年中国对欧洲逆变器出口情况	7
图 10: 2024-2025 年中国对西欧各国逆变器出口情况	7
图 11: 2020-2028 年乌克兰光伏新增装机情况	7
图 12: 2024-2025 年中国对乌克兰逆变器出口情况	7
图 13: 2024-2028 年东南亚市场需求 (单位: GW)	9
图 14: 2024-2025 年中国对东南亚各国逆变器出口情况	9
图 15: 2024-2025 年中国对巴基斯坦逆变器出口情况	9
图 16: 2024-2025 年中国对印度逆变器出口情况	9
图 17: 2024-2025 年中国对巴基斯坦逆变器出口情况	10
图 18: 2024-2025 年中国对巴西逆变器出口情况	11
图 19: 2023-2028 年拉美光伏新增装机情况	11
图 20: 公司产品覆盖示意图	12
图 21: 公司产品毛利率持续提升	12
图 22: 2020-2024H1 公司逆变器销售台数	13
图 23: 2020-2022 年公司逆变器销售金额	13
图 24: 德业工商业储能系统解决方案	13
图 25: 德业阳台光储解决方案	13
图 26: 2017-2024Q1-3 逆变器公司营收规模情况	14
图 27: 2017-2024Q1-3 逆变器公司毛利率情况	14
图 28: 2017-2024Q1-3 逆变器公司销售费用率情况	14
图 29: 2017-2024Q1-3 逆变器公司管理费用率情况	14
图 30: 2017-2024Q1-3 逆变器公司财务费用率情况	15
图 31: 2017-2024Q1-3 逆变器公司期间费用率情况	15
图 32: 公司贴牌产品和自有品牌产品毛利率相当	15
图 33: 2020-2022 年公司海外销售前五大客户占海外销售收入比例	15
图 34: 2023 年逆变器成本构成	16
图 35: 机构件在原材料中占比达 27%	16

图 36: 公司 PE 走势图..... 18

图 37: 公司 PB 走势图..... 18

表 1: 2020-2023 年公司逆变器海外收入各地区分布情况..... 4

表 2: 东南亚部分国家电力现状 8

表 3: 2020-2022 年公司前五大客户情况 16

表 4: 公司业务预测..... 17

表 5: 可比公司估值情况 (截至 2025.4.15) 18

表 6: 基本假设及关键参数 18

表 7: 绝对估值敏感性分析 19

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7932.01	11939.54	16669.91	22349.76
现金	2977.91	5917.03	9469.22	14137.64
应收账款	561.19	947.00	1413.17	1826.76
其它应收款	70.98	95.40	144.55	192.89
预付账款	17.85	32.56	46.80	59.42
存货	754.00	1322.85	1936.04	2450.73
其他	3550.08	3624.70	3660.12	3682.32
非流动资产	2885.38	4216.84	4602.08	4893.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1723.51	2011.76	2396.55	2688.10
无形资产	199.60	239.96	286.85	327.44
其他	962.27	1965.12	1918.69	1877.49
资产总计	10817.38	16156.38	21272.00	27242.79
流动负债	5170.03	6331.46	8143.31	9650.62
短期借款	2422.91	2422.91	2422.91	2422.91
应付账款	836.88	1623.11	2346.66	2944.56
其他	1910.25	2285.44	3373.74	4283.15
非流动负债	415.92	441.34	441.34	441.34
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00
其他	115.92	141.34	141.34	141.34
负债合计	5585.95	6772.80	8584.64	10091.96
少数股东权益	0.00	3.91	9.85	16.55
归属母公司股东权益	5231.43	9379.68	12677.50	17134.29
负债和股东权益	10817.38	16156.38	21272.00	27242.79

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2080.97	3920.05	5687.21	7252.30
净利润	1790.99	2945.49	4482.04	6055.84
折旧摊销	138.19	274.48	343.99	406.79
财务费用	-109.91	55.36	55.36	55.36
投资损失	121.49	96.09	171.45	236.93
营运资金变动	128.99	590.30	633.67	495.89
其它	11.23	-41.66	0.71	1.50
投资活动现金流	-1724.21	-1664.07	-901.38	-936.17
资本支出	-747.93	-690.19	-729.94	-699.24
长期投资	-976.28	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-973.88	-171.45	-236.93
筹资活动现金流	-177.88	693.57	-1233.63	-1647.72
短期借款	1164.10	0.00	0.00	0.00
长期借款	-230.44	0.00	0.00	0.00
其他	-1111.54	693.57	-1233.63	-1647.72
现金净增加额	268.81	2939.12	3552.19	4668.42

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7479.71	11909.41	17583.53	23066.61
营业成本	4456.80	7095.92	10260.36	13269.88
营业税金及附加	57.40	66.87	105.75	142.04
营业费用	278.22	369.17	567.59	753.63
管理费用	238.54	333.06	505.63	669.28
财务费用	-214.28	-4.20	-62.98	-134.03
资产减值损失	-50.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-121.49	-96.09	-171.45	-236.93
营业利润	2097.61	3411.77	5204.41	7035.37
营业外收入	0.62	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	2096.30	3411.77	5204.41	7035.37
所得税	305.31	466.28	722.37	979.53
净利润	1790.99	2945.49	4482.04	6055.84
少数股东损益	0.00	3.91	5.95	6.69
归属母公司净利润	1790.99	2941.58	4476.09	6049.15
EBITDA	2141.40	3682.05	5485.41	7308.13
EPS (元)	2.77	4.55	6.93	9.36

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25.59%	59.22%	47.64%	31.18%
营业利润	19.42%	62.65%	52.54%	35.18%
归属母公司净利润	18.03%	64.24%	52.17%	35.14%
毛利率	40.41%	40.42%	41.65%	42.47%
净利率	23.94%	24.70%	25.46%	26.22%
ROE	34.24%	31.36%	35.31%	35.30%
ROIC	20.24%	24.29%	28.72%	29.88%
资产负债率	51.64%	41.92%	40.36%	37.04%
净负债比率	4.70%	-33.96%	-53.12%	-66.51%
流动比率	1.53	1.89	2.05	2.32
速动比率	1.06	1.41	1.60	1.88
总资产周转率	0.77	0.88	0.94	0.95
应收账款周转率	13.37	15.79	14.90	14.24
应付账款周转率	4.50	5.77	5.17	5.02
每股收益	2.77	4.55	6.93	9.36
每股经营现金	3.22	6.07	8.80	11.23
每股净资产	8.10	14.52	19.63	26.53
P/E	30.42	18.52	12.17	9.01
P/B	10.41	5.81	4.30	3.18
EV/EBITDA	16.97	13.93	8.70	5.89
PS	7.28	4.57	3.10	2.36

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度独立、客观地出具本报告本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，在《亚洲货币》《机构投资者》《新财富》《水晶球》等评选中屡获佳绩，其中《亚洲货币》评选新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》评选荣获 2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池行业 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年《新财富》分析师第二名。2016 年《新财富》分析师第三名。

何伟，银河研究所副所长、大消费组组长、家电行业首席分析师。

黄林，北京大学本硕。2022 年 7 月加入银河证券。曾任职于中国联通从事 5G 行业营销。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理完成投资者适当性匹配并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用并不构成对客户的投资咨询建议并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的所载内容及观点客观公正但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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）为基准北交所市场以北证 50 指数为基准香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn