

德业股份 (605117)

2022 年三季报点评: 储能+微逆双轮高速增长, 盈利能力持续提升

2022 年 11 月 29 日

买入 (维持)

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

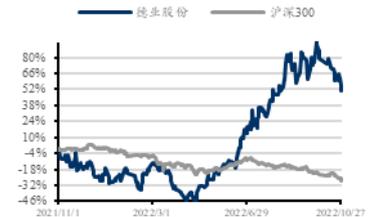
chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,168	6,281	10,250	16,816
同比 (%)	38%	51%	63%	64%
归母净利润 (百万元)	579	1,430	2,671	4,287
同比 (%)	51%	147%	87%	60%
每股收益 (元/股)	2.42	5.99	11.18	17.94
P/E (倍)	145.37	58.80	31.49	19.62

投资要点

- **事件:** 公司 2022Q1-3 收入 40.73 亿元, 同增 34%; 归母 9.27 亿元, 同增 131%, 其中 2022Q3 收入 17 亿元, 同环增 54%/11%; 归母 4.77 亿元, 同环增 171%/50%。2022Q1-3 毛利率 33.5%, 同增 11pct, 2022Q3 毛利率 42.1%, 同环增 18pct/13pct。2022Q1-3 归母净利率为 22.8%, 同增 10pct, 2022Q3 归母净利率 28.0%, 同环增 12pct/7pct, 主要系汇率影响 (提升 2-3pct) + 采购与技术降本+高毛利的储能占比提升所致, 业绩处于预告中值水平。
- **微逆出货环比高增, 欧洲逐步起量:** 2022Q1-3 微逆出货 44.6 万台, 其中 2022Q3 出货 24.5 万台, 超上半年总量, 环增 50%+, 其中欧洲市场开始逐步起量, 德国出货占比达 15%, 环比提升 4pct, 主要以一拖一、一拖二为主, 导致平均单台功率略有下降。盈利方面, 2022Q3 微逆毛利率达 40.4%, 环比提升 4.2pct, 主要系汇率波动+成本下降, 全年看公司微逆开始进军美国市场, 全年我们预计出货 70 万台, 同比 6-7 倍增长, 2023 年预计实现翻倍增长。
- **储能出货环比翻倍增长, 电池逐步放量:** 2022Q1-3 储能出货 18.83 万台, 其中 2022Q3 出货 11 万台, 环比翻倍以上增长。分市场看, 南非增长较快, 占比达 36%, 环比提升 11pct, 其次美国、黎巴嫩分别占比 17%、10%, 环比略降 2-3pct; 盈利方面, 受益于汇率及成本下降, 2022Q3 毛利率环比提升 2.7pct 达 48.6%, 全年我们预计公司储能出货 30 万台, 同比 3-4 倍增长, 2023 年我们预计实现翻倍以上增长; 储能电池方面开始逐步放量, 目前已销 8000-9000 万元, 同时高压电池已完成研发, 开始逐步销售, 未来储能电池放量也将增厚公司业绩。
- **传统业务略有下滑, 汇率对经营基本无影响:** 2022Q3 公司财务费用与公允价值变动损益基本对冲, 汇率波动对经营无明显影响。2022Q1-3 实现组串出货 18.17 万台, 其中 2022Q3 出货 6.77 万台, 出货基本平稳, 主要系产能资源倾斜于增速及盈利更高的储能与微逆业务, 2022Q3 毛利率环比提升 1.1pct 至 38%, 全年我们预计实现出货 25 万台, 同比略增; 除湿机与热交换器营收盈利均有所下滑, 利润贡献占比已不足 15%, 传统业务逐渐边缘, 除湿机业务预计未来维持 20-30% 增速, 公司发展重心逐渐集中于逆变器业务。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司微逆出货高增, 储能业务放量, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年盈利 14.3/26.7/42.9 亿元, 同增 147%/87%/60%。基于微逆及储能景气度高, 我们给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 558 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	352.00
一年最低/最高价	173.50/456.03
市净率(倍)	24.70
流通 A 股市值(百万元)	28,595.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.25
资产负债率(% ,LF)	54.21
总股本(百万股)	238.93
流通 A 股(百万股)	81.24

相关研究

《德业股份(605117): 2022Q3 业绩预告点评: 储能+微逆双轮高速增长, 盈利超市场预期》

2022-10-17

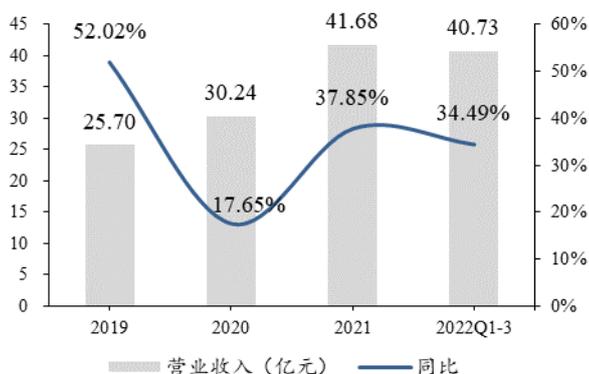
《德业股份(605117): 德业股份 2022 年中报点评: 储能及微逆高速增长, 出货盈利超市场预期》

2022-08-18

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 陈璐和郭亚男的指导。

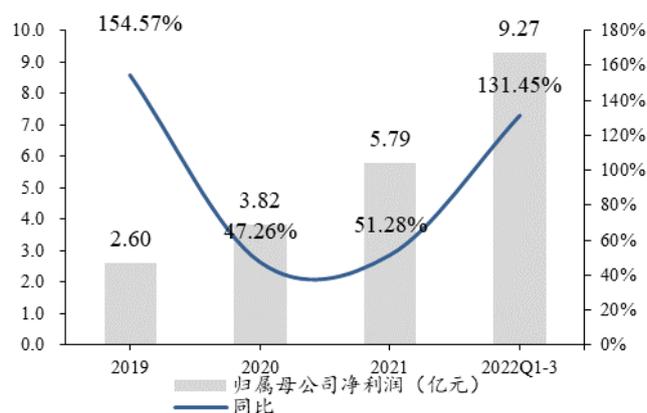
事件: 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 40.73 亿元, 同比增长 34.49%; 实现归属母公司净利润 9.27 亿元, 同比增长 131.45%。其中 2022Q3, 实现营业收入 17 亿元, 同比增长 54.08%, 环比增长 10.99%; 实现归属母公司净利润 4.77 亿元, 同比增长 171.12%, 环比增长 49.76%。2022Q1-3 毛利率为 33.54%, 同比上升 11.48pct, 2022Q3 毛利率 42.06%, 同比上升 17.74pct, 环比上升 12.94pct; 2022Q1-3 归母净利率为 22.76%, 同比上升 9.54pct, 2022Q3 归母净利率 28.04%, 同比上升 12.10pct, 环比上升 7.26pct, 主要系汇率影响 (提升 2-3pct) + 采购与技术降本+高毛利的储能占比提升所致, 业绩处于预告中值水平。

图1: 2022Q1-3 收入 40.73 亿元, 同比+34.49%



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

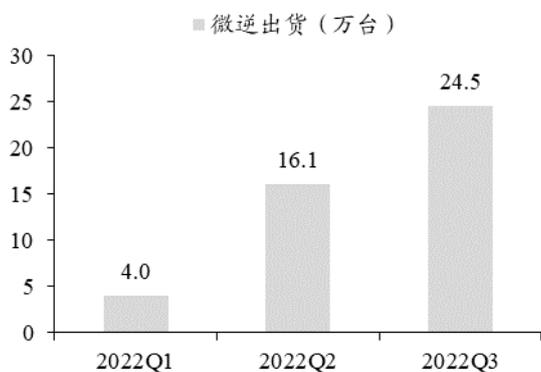
图2: 2022Q1-3 归母净利润 9.27 亿元, 同比+131.45%



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

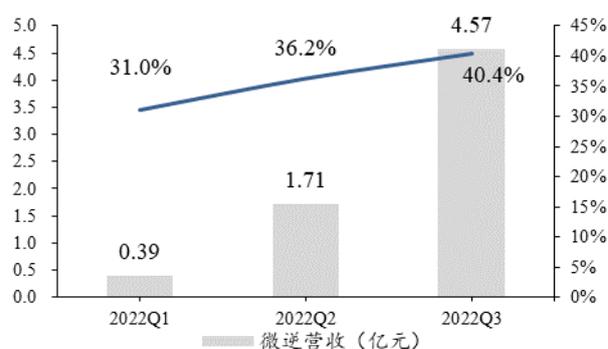
微逆出货环比高增, 欧洲逐步起量: 2022Q1-3 微逆出货 44.6 万台, 其中 2022Q3 出货 24.5 万台, 超上半年总量, 环增 50%+, 其中欧洲市场开始逐步起量, 德国出货占比达 15%, 环比提升 4pct, 主要以一拖一、一拖二为主, 导致平均单台功率略有下降。盈利方面, 2022Q3 微逆毛利率达 40.4%, 环比提升 4.2pct, 主要系汇率波动+成本下降, 全年看公司微逆开始进军美国市场, 全年我们预计出货 70 万台, 同比 6-7 倍增长, 2023 年预计实现翻倍增长。

图3: 微逆出货季度分布 (万台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

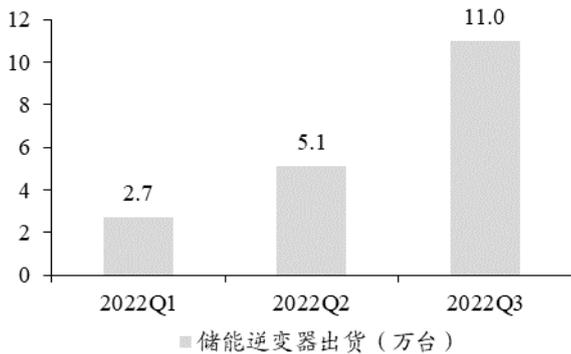
图4: 微逆营收及毛利率季度分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

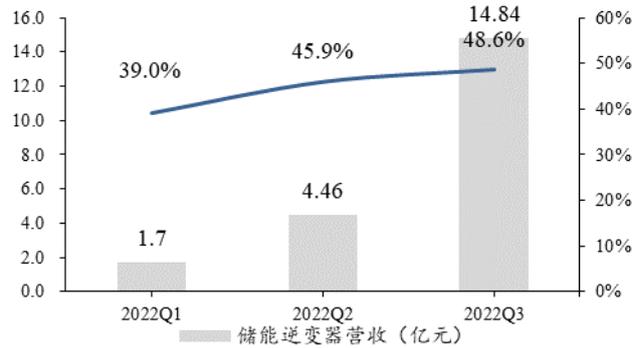
储能出货环比翻倍增长, 电池逐步放量: 2022Q1-3 储能出货 18.83 万台, 其中 2022Q3 出货 11 万台, 环比翻倍以上增长。分市场看, 南非增长较快, 占比达 36%, 环比提升 11pct, 其次美国、黎巴嫩分别占比 17%、10%, 环比略降 2-3pct; 盈利方面, 受益于汇率及成本下降, 2022Q3 毛利率环比提升 2.7pct 达 48.6%, 全年我们预计公司储能出货 30 万台, 同比 3-4 倍增长, 2023 年我们预计实现翻倍以上增长; 储能电池方面开始逐步放量, 目前已销 8000-9000 万元, 同时高压电池已完成研发, 开始逐步销售, 未来储能电池放量也将增厚公司业绩。

图5: 储能逆变器出货季度分布 (万台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

图6: 储能逆变器营收及毛利率季度分布 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

传统业务略有下滑, 汇率对经营基本无影响: 2022Q3 公司财务费用与公允价值变动损益基本对冲, 汇率波动对经营无明显影响。2022Q1-3 实现组串出货 18.17 万台, 其中 2022Q3 出货 6.77 万台, 出货基本平稳, 主要系产能资源倾斜于增速及盈利更高的储能与微逆业务, 2022Q3 毛利率环比提升 1.1pct 至 38%, 全年我们预计实现出货 25 万台, 同比略增; 除湿机与热交换器营收盈利均有所下滑, 利润贡献占比已不足 15%, 传统业务逐渐边缘, 除湿机业务预计未来维持 20-30% 增速, 公司发展重心逐渐集中于逆变器业务。

盈利预测与投资评级: 基于公司微逆出货高增, 储能业务放量, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年盈利 14.3/26.7/42.9 亿元, 同增 147%/87%/60%。基于微逆及储能景气度高, 我们给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 558 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争超预期。

德业股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,997	4,535	7,582	12,709	营业收入	4,168	6,281	10,250	16,816
现金	2,174	3,359	5,758	9,709	减:营业成本	3,211	4,183	6,467	10,510
应收账款	310	568	836	1,455	营业税金及附加	12	16	31	50
存货	456	526	862	1,369	销售费用	91	157	195	471
其他流动资产	57	82	126	176	管理费用	93	195	328	504
非流动资产	926	1,445	1,938	2,411	研发费用	133	188	287	504
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	9	-134	-95	-7
固定资产	299	496	730	985	资产减值损失	14	20	25	29
在建工程	505	804	1,043	1,235	加:投资净收益	16	25	21	59
无形资产	81	109	137	165	其他收益	36	-57	1	59
其他非流动资产	41	36	28	26	资产处置收益	0	0	0	-1
资产总计	3,924	5,980	9,520	15,120	营业利润	657	1,623	3,034	4,870
流动负债	1,242	1,967	2,986	4,490	加:营业外净收支	1	2	1	1
短期借款	3	453	553	603	利润总额	657	1,625	3,035	4,871
应付账款	1,051	1,236	2,013	3,189	减:所得税费用	79	195	364	585
其他流动负债	188	278	420	698	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	42	42	42	42	归属母公司净利润	579	1,430	2,671	4,287
长期借款	0	0	0	0	EBIT	623	1,542	2,943	4,775
其他非流动负债	42	42	42	42	EBITDA	678	1,602	3,027	4,886
负债合计	1,283	2,009	3,028	4,532					
少数股东权益	0	0	0	0	重要财务及估值指标	2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	2,640	3,971	6,492	10,588	每股收益(元)	2.42	5.99	11.18	17.94
负债和股东权益	3,924	5,980	9,520	15,120	每股净资产(元)	15.47	16.62	27.17	44.31
					发行在外股份(百万股)	239	239	239	239
					ROIC(%)	31.06	38.27	45.08	46.03
					ROE(%)	21.91	36.02	41.15	40.48
					毛利率(%)	22.95	33.4	36.91	37.5
					销售净利率(%)	13.88	22.77	26.06	25.49
					资产负债率(%)	32.71	33.6	31.81	29.97
					收入增长率(%)	37.85	50.69	63.21	64.05
					净利润增长率(%)	51.28	147.23	86.74	60.48
					P/E	145.37	58.8	31.49	19.62
					P/B	22.75	21.18	12.96	7.94

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

