

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

买入 (维持)

2022 年 08 月 18 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,168	6,247	10,941	17,444
同比	38%	50%	75%	59%
归属母公司净利润 (百万元)	579	1,237	2,515	4,160
同比	51%	114%	103%	65%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.42	5.18	10.53	17.41
P/E (现价&最新股本摊薄)	154.46	72.22	35.52	21.48

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营业收入 23.73 亿元, 同比增长 23.26%; 实现利润总额 5.21 亿元, 同比增长 103.20%; 实现归属母公司净利润 4.5 亿元, 同比增长 100.41%。其中 2022Q2 实现营业收入 15.32 亿元, 同比增长 44.44%, 环比增长 82.16%; 实现归属母公司净利润 3.18 亿元, 同比增长 155.62%, 环比增长 140.95%。2022H1 毛利率为 27.43%, 同比增长 6.67pct, 归母净利率为 18.98%, 同比增长 7.31pct; 2022Q2 归母净利率 20.78%, 同比增长 9.04pct, 环比增长 5.07pct, 主要系逆变器业务占比提升及人民币兑美元贬值所致。公司业绩超市场预期。
- 微逆引领光伏逆变器增长。** 2022H1 逆变器业务实现营收 11.5 亿元, 占比 49%, 利润占比 80%+, 超越除湿机与热交换器正式成为公司第一大业务。其中组串/微逆实现营收 3.1/2.1 亿元, 同增 91%/462%, 出货 11.4/20.1 万台, 同增 67%/437%。其中 2022Q2 分别实现营收 1.9/1.7 亿元, 出货 8/16 万台, 环增 135%/300%, 毛利率分别为 36.94%/36.22%, 环比提升 2.9/5.2pct, 主要系人民币贬值带来毛利率的提升。单台售价分别为 2400/1060 元, 环比 -31%/+6.7%, 组串售价环降主要系市场结构变化所致。微逆业务出货实现最快增速, 领衔增长, 主要系巴西大客户订单增多叠加欧洲快速增长, 2022H1 巴西出货占比达 80%, 我们预计 2022 年组串出货 25 万台, 同比微增, 微逆出货达 65 万台, 翻 6-7 倍增长, 2022Q4 进军微逆最大市场美国, 我们预计 2023 年公司微逆出货继续翻倍增长。
- 储能强势爆发, 欧洲市场拓展后将持续高增。** 2022H1 公司储能业务实现营收 6.16 亿元, 出货 7.85 万台, 同增 200%, 其中 2022Q2 实现营收 4.5 亿元, 出货约 5.2 万台, 环增 90%+, 单台售价约 8600 元, 环增 35%, 主要系单台瓦数及单瓦售价均有所提升。盈利方面, 储能毛利率 45.87%, 环比 +6.9pct, 主要系人民币兑美元贬值及规模效应体现。美国、南非市场市占率不断提升叠加欧洲、巴西市场新增开拓, 海外市场多点开花, 2022H2 随公司欧洲市场逐步开拓, 储能将继续强势增长, 我们预计 2022 年出货 30 万台, 翻 3-4 倍增长, 同时 2022H2 公司推出储能电池包, 扩充储能业务产品。其中, 电池包与储能逆变器渠道一致, 可充分发挥公司业务协同优势。需求旺盛下公司不断进行产能扩张顺应需求, 2023 年或达百亿产值产能。
- 盈利预测与投资评级:** 基于户储、微逆需求旺盛, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.4/25.2/41.6 亿元 (前值为 9.7/17.6/26.5 亿元), 同增 114%/103%/65%。我们给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 526.5 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	374.00
一年最低/最高价	174.34/376.19
市净率(倍)	30.96
流通 A 股市值(百万元)	30,382.94
总市值(百万元)	89,361.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.08
资产负债率(% ,LF)	49.86
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): 德业股份半年报业绩预告点评: 逆变器业务高速增长, 微逆储能并翼双飞》

2022-07-15

《德业股份(605117): 逆变器业务成中流砥柱, 迎光伏+储能迅猛增长》

2022-06-17

图表目录

图 1:	2022H1 收入 23.73 亿元, 同比+23.26% (亿元, %)	3
图 2:	2022H1 归母净利润 4.5 亿元, 同比+100.41% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q2 收入 15.32 亿元, 同比+44.44% (亿元, %)	3
图 4:	2022Q2 归母净利润 3.18 亿元, 同比+155.62% (亿元, %)	3
图 5:	2022H1 毛利率、净利率同比+6.67、+7.31pct (%)	4
图 6:	2022Q2 毛利率、净利率同比+7.22、+9.04pct (%)	4
图 7:	2022H1 德业股份各业务营收占比	4
图 8:	德业股份组串逆变器和微逆出货量 (万台)	4
图 9:	德业股份储能逆变器出货量 (万台)	5
图 10:	德业股份股权激励计划业绩考核目标	6
图 11:	2022Q2 期间费用 0.59 亿元, 同比-30.44% (亿元, %)	7
图 12:	2022Q2 期间费用率 3.86%, 同比-4.16pct (%)	7
图 13:	2022Q2 现金净流入 5.37 亿元, 同比+266.34% (亿元)	7
图 14:	2022Q2 期末合同负债 1.43 亿元, 同比+30.61% (亿元)	7
表 1:	2022H1 收入 23.73 亿元, 同比增长 23.26%; 盈利 4.5 亿元, 同比增长 100.41% (单位: 亿元)	3

事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 23.73 亿元，同比增长 23.26%；实现利润总额 5.21 亿元，同比增长 103.20%；实现归属母公司净利润 4.5 亿元，同比增长 100.41%。其中 2022Q2 实现营业收入 15.32 亿元，同比增长 44.44%，环比增长 82.16%；实现归属母公司净利润 3.18 亿元，同比增长 155.62%，环比增长 140.95%。2022H1 毛利率为 27.43%，同比增长 6.67pct，归母净利率为 18.98%，同比增长 7.31pct；2022Q2 归母净利率 20.78%，同比增长 9.04pct，环比增长 5.07pct，主要系逆变器业务占比提升及人民币兑美元贬值所致。公司业绩超市场预期。

表1：2022H1 收入 23.73 亿元，同比增长 23.26%；盈利 4.5 亿元，同比增长 100.41%（单位：亿元）

德业股份	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	23.73	19.25	23.3%	15.32	10.61	44.4%	8.41	82.2%
毛利率	27.4%	20.8%	6.7pct	29.1%	21.9%	7.2pct	24.3%	4.8pct
营业利润	5.21	2.57	103.1%	3.73	1.43	160.8%	1.49	150.6%
利润总额	5.21	2.57	103.2%	3.72	1.14	227.2%	1.49	149.4%
归属母公司净利润	4.50	2.25	100.4%	3.18	1.25	155.6%	1.32	140.9%
扣非归母净利润	4.39	2.14	105.1%	3.19	1.19	169.1%	1.20	165.6%
归母净利率	19.0%	11.7%	7.3pct	20.8%	11.7%	9.0pct	15.7%	5.1pct
股本（亿股）	2.39	1.71	-	2.39	1.71	-	1.71	-
EPS（元/股）	1.89	1.32	43.1%	1.33	0.73	82.6%	0.77	72.1%

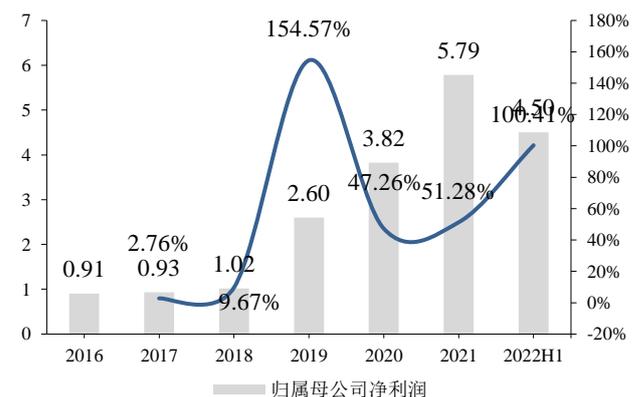
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022H1 收入 23.73 亿元，同比+23.26%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

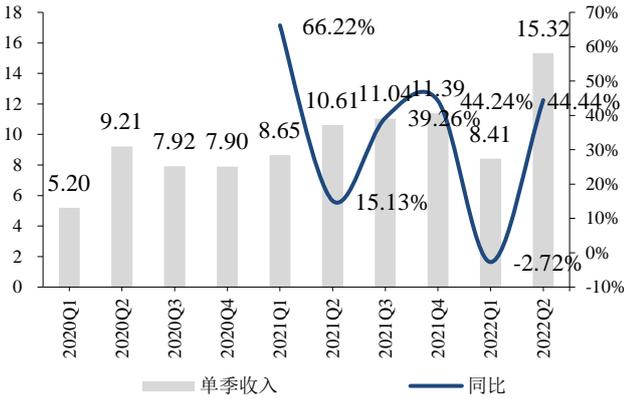
图2：2022H1 归母净利润 4.5 亿元，同比+100.41%（亿元，%）



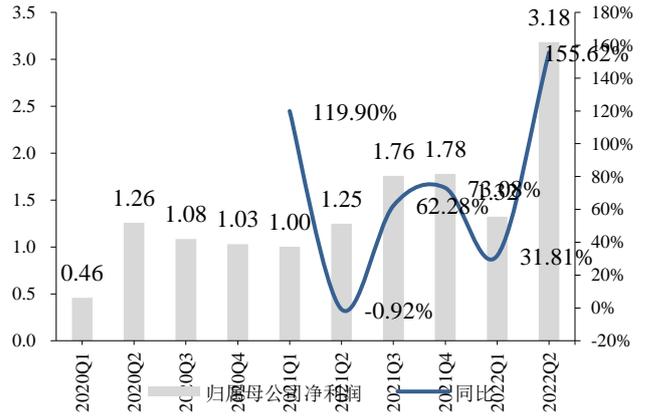
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2022Q2 收入 15.32 亿元，同比+44.44%（亿元，%）

图4：2022Q2 归母净利润 3.18 亿元，同比+155.62%（亿元，%）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



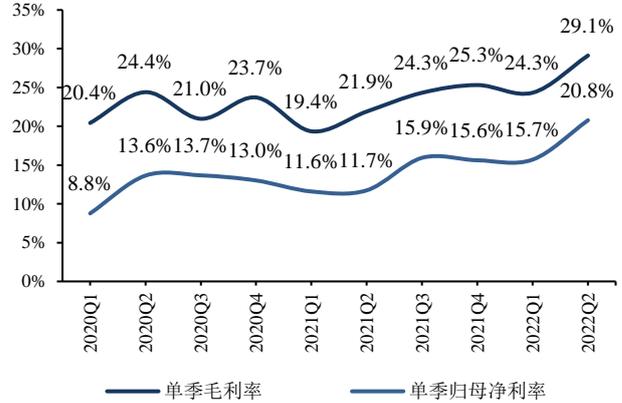
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比+6.67、+7.31pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比+7.22、+9.04pct (%)

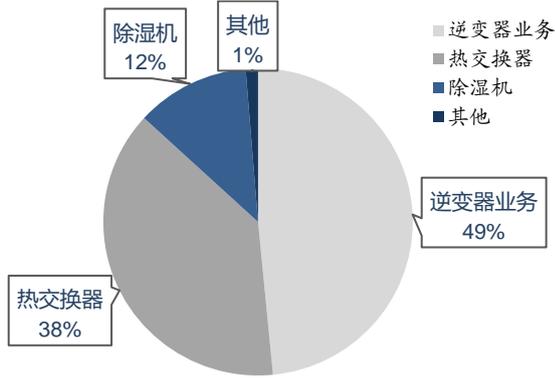


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

微逆引领光伏逆变器增长。2022H1 逆变器业务实现营收 11.5 亿元，占比 49%，利润占比 80%+，超越除湿机与热交换器正式成为公司第一大业务。其中组串/微逆实现营收 3.1/2.1 亿元，同增 91%/462%，出货 11.4/20.1 万台，同增 67%/437%。其中 2022Q2 分别实现营收 1.9/1.7 亿元，出货 8/16 万台，环增 135%/300%，毛利率分别为 36.94%/36.22%，环比提升 2.9/5.2pct，主要系人民币贬值带来毛利率的提升。单台售价分别为 2400/1060 元，环比-31%/+6.7%，组串售价环降主要系市场结构变化所致。微逆业务出货实现最快增速，领衔增长，主要系巴西大客户订单增多叠加欧洲快速增长，2022H1 巴西出货占比达 80%，我们预计 2022 年组串出货 25 万台，同比微增，微逆出货达 65 万台，翻 6-7 倍增长，2022Q4 进军微逆最大市场美国，我们预计 2023 年公司微逆出货继续翻倍增长。

图7: 2022H1 德业股份各业务营收占比

图8: 德业股份组串逆变器和微逆出货量 (万台)

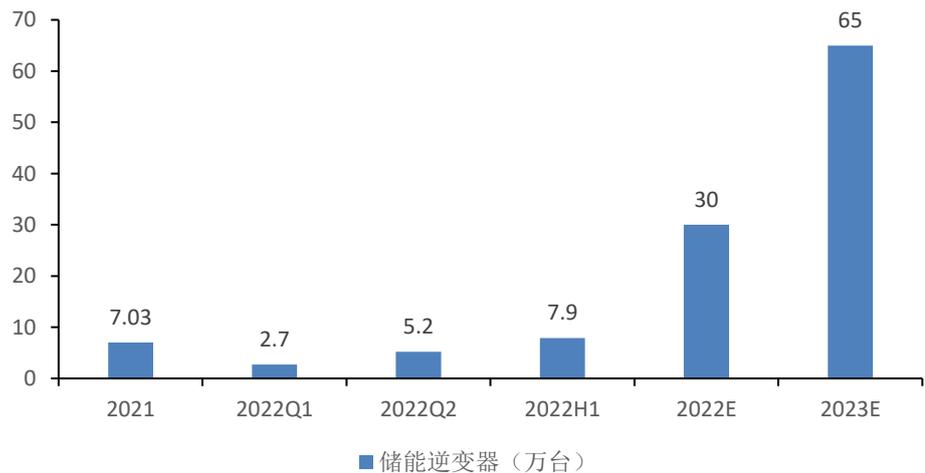


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能强势爆发，欧洲市场拓展后将持续高增。2022H1 公司储能业务实现营收 6.16 亿元，出货 7.85 万台，同增 200%，其中 2022Q2 实现营收 4.5 亿元，出货约 5.2 万台，环增 90%+，单台售价约 8600 元，环增 35%，主要系单台瓦数及单瓦售价均有所提升。盈利方面，储能毛利率 45.87%，环比+6.9pct，主要系人民币兑美元贬值及规模效应体现。美国、南非市场市占率不断提升叠加欧洲、巴西市场新增开拓，海外市场多点开花，2022H2 随公司欧洲市场逐步开拓，储能将继续强势增长，我们预计 2022 年出货 30 万台，翻 3-4 倍增长，同时 2022H2 公司推出储能电池包，扩充储能业务产品。其中，电池包业务与储能逆变器渠道一致，可充分发挥公司业务协同优势。需求旺盛下公司不断进行产能扩张顺应需求，2023 年或达百亿产值产能。

图9：德业股份储能逆变器出货量（万台）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除湿机表现亮眼，热交换器有所下滑。2022H1 除湿机业务实现营收 2.80 亿元，同

增 49.34%，毛利率 29.27%，同比-2.9pct，主要系与京东结算方式有所差异，略有波动，其中 22Q2 营收 1.62 亿元，环增 37%，主要系 618 电商活动中多平台销售第一，表现亮眼；2022H1 热交换器业务营收 9.01 亿元，同降 30.34%，毛利率 11.06%，同比-1.97pct，主要系大客户需求减少、原材料价格回落单价下调，利润进一步压缩，其中 2022Q2 营收 5.4 亿元，环增 50%。

差异化股权激励助推公司稳定成长。2022 年 7 月 5 日公司发布股权激励草案，差异化设置激励对象进行公司+个人业绩考核，精确针对目标实施激励，该方案充分考虑公司各业务员工，且股权激励目标较易实现，将充分确保公司各业务部门核心员工获得激励，有利于提升员工积极性与稳定性。

图10：德业股份股权激励计划业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一类激励对象（德业变频员工）	
第一个行权期	德业变频 2022 年净利润不低于 6.0 亿元
第二个行权期	德业变频 2023 年净利润不低于 10.8 亿元
第三个行权期	德业变频 2024 年净利润不低于 13.2 亿元
第二类激励对象（德业电器员工）	
第一个行权期	德业电器 2022 年净利润不低于 1.0 亿
第二个行权期	德业电器 2023 年净利润不低于 1.2 亿
第三个行权期	德业电器 2024 年净利润不低于 1.4 亿
第二类激励对象（公司总部员工）	
第一个行权期	德业变频 2022 年净利润与德业电器 2022 年净利润之和不低于 7.0 亿元
第二个行权期	德业变频 2023 年净利润与德业电器 2023 年净利润之和不低于 12.0 亿元
第三个行权期	德业变频 2024 年净利润与德业电器 2024 年净利润之和不低于 14.6 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

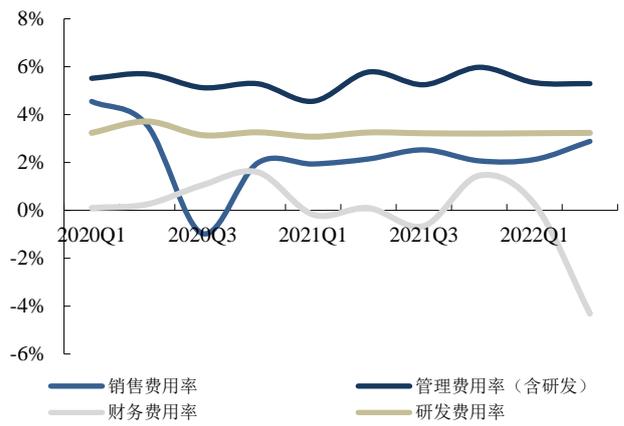
期间费用控制能力强，2022H1 期间费用率有所下降。公司 2022H1 期间费用同比下降 11.20%至 1.24 亿元，期间费用率下降 2.03 个百分点至 5.23%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 56.98%、上升 25.11%、上升 25.49%、下降 12869.99%至 0.62 亿元、1.26 亿元、0.77 亿元、-0.64 亿元；费用率分别上升 0.56、上升 0.08、上升 0.06、下降 2.67 个百分点至 2.61%、5.31%、3.23%、-2.69%。公司 2022Q2 期间费用同比下降 30.44%至 0.59 亿元，期间费用率下降 4.16pct 至 3.86%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 93.97%、上升 32.33%、上升 43.72%、下降 6421.95%至 0.44 亿元、0.81 亿元、0.5 亿元、-0.66 亿元；费用率分别上升 0.74、下降 0.48、下降 0.02、下降 4.41 个百分点至 2.88%、5.29%、3.24%、-4.31%。其中，销售和管理费用大幅增长主要系营收规模增长所致，财务收益大幅增长主要系汇兑损益增加所致。

图11: 2022Q2 期间费用 0.59 亿元, 同比-30.44% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022Q2 期间费用率 3.86%, 同比-4.16pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

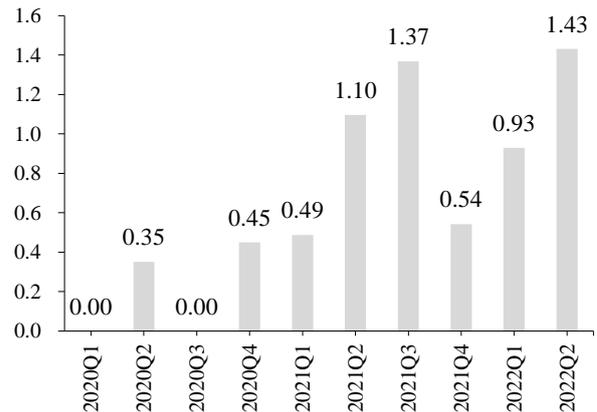
现金流大幅增长, 盈利能力提升: 2022H1 经营活动现金流量净流入 4.32 亿元, 同比增长 118.02%。销售商品取得现金 15.33 亿元, 同比增长 54.95%。期末合同负债 1.43 亿元, 比年初增长 163.68%。期末应收账款 4.07 亿元, 较期初增长 1.36 亿元, 应收账款周转天数上升 0.01 天至 25.66 天。期末存货 6.33 亿元, 较期初上升 1.77 亿元; 存货周转天数上升 16.46 天至 56.89 天。2022Q2 经营活动现金净流入 5.37 亿元, 同比增长 266.34%。销售商品取得现金 10.14 亿元, 同比增长 83.97%。期末存货 6.33 亿元, 同比增长 1.84 亿元。其中 2022Q2 现金流大幅增长主要系逆变器销售增长快速, 同时公司加强应收款的催收力度所致。

图13: 2022Q2 现金净流入 5.37 亿元, 同比+266.34% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q2 期末合同负债 1.43 亿元, 同比+30.61% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于户储、微逆需求旺盛, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.4/25.2/41.6 亿元 (前值为 9.7/17.6/26.5 亿元), 同

增 114%/103%/65%。我们给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 526.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,997	4,364	7,467	12,491	营业总收入	4,168	6,247	10,941	17,444
货币资金及交易性金融资产	2,174	3,183	5,495	9,336	营业成本(含金融类)	3,211	4,249	7,101	11,229
经营性应收款项	310	566	894	1,511	税金及附加	12	19	33	52
存货	456	535	948	1,463	销售费用	91	187	317	488
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	187	328	523
其他流动资产	57	81	131	180	研发费用	133	206	339	523
非流动资产	926	1,445	1,938	2,411	财务费用	9	7	6	-6
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	11	12	33	61
固定资产及使用权资产	299	496	730	985	投资净收益	16	21	33	61
在建工程	505	804	1,043	1,235	公允价值变动	25	0	0	0
无形资产	81	109	137	165	减值损失	-14	-20	-25	-29
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	-1
长期待摊费用	17	11	3	2	营业利润	657	1,404	2,857	4,726
其他非流动资产	25	25	25	25	营业外净收支	1	2	1	1
资产总计	3,924	5,808	9,405	14,902	利润总额	657	1,406	2,858	4,727
流动负债	1,242	1,989	3,220	4,748	减:所得税	79	169	343	567
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	453	553	603	净利润	579	1,237	2,515	4,160
经营性应付款项	1,051	1,256	2,211	3,407	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	54	77	124	200	归属母公司净利润	579	1,237	2,515	4,160
其他流动负债	134	203	332	538	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	5.18	10.53	17.41
非流动负债	42	42	42	42	EBIT	623	1,398	2,823	4,628
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	678	1,458	2,907	4,738
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.95	31.98	35.10	35.63
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	13.88	19.81	22.99	23.85
其他非流动负债	31	31	31	31	收入增长率(%)	37.85	49.88	75.14	59.43
负债合计	1,283	2,031	3,262	4,789	归母净利润增长率(%)	51.28	113.88	103.28	65.37
归属母公司股东权益	2,640	3,778	6,143	10,113					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,640	3,778	6,143	10,113					
负债和股东权益	3,924	5,808	9,405	14,902					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	797	1,224	2,925	4,526	每股净资产(元)	15.47	15.81	25.71	42.32
投资活动现金流	-923	-1,057	-543	-523	最新发行在外股份(百万股)	239	239	239	239
筹资活动现金流	1,181	340	-69	-162	ROIC(%)	31.06	35.68	45.37	46.72
现金净增加额	1,033	508	2,312	3,841	ROE-摊薄(%)	21.91	32.76	40.95	41.13
折旧和摊销	54	60	84	111	资产负债率(%)	32.71	34.96	34.68	32.14
资本开支	-602	-583	-584	-585	P/E(现价&最新股本摊薄)	154.46	72.22	35.52	21.48
营运资本变动	164	-127	236	110	P/B(现价)	24.18	23.66	14.55	8.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

