

德业股份（605117.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	76.5
总市值	691.90亿
PE-TTM	21.31
PB-MRQ	7.38

估值结果

DDM估值	价值	568.99亿
	上行空间	-18%
	状态	合理估值
动态估值	价值	612.07亿
	上行空间	-12%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

德业股份全面覆盖储能、组串、微型逆变器产品矩阵，为用户用储能逆变器龙头。此外，公司凭借业务协同优势切入储能电池包及工商业储能系统领域，打造新的业绩增长点。

公司成长空间星级一般，主要系光伏新增装机需求经过前几年快速增长，后续需求增速或将显著放缓，公司逆变器业绩未来增速或将跟随行业同步放缓。公司盈利趋势星级低，目前公司逆变器及储能电池包盈利均位于历史高位，未来随着海外户储逆变器及储能系统进入者增多，公司盈利有承压向下的风险。公司产业格局星级较好，主要系公司制定差异化市场策略，聚焦海外新兴市场，目前竞争格局较好。公司护城河星级较高，主要系公司在新兴市场具备渠道优势，此外公司逆变器结构件以自供为主，具备一定的成本优势。

基于未来光储行业需求持续增长及竞争加剧或将导致盈利承压的核心假设，当前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

市场认为海外光储需求增长尤其是新兴市场光储需求爆发有望带动公司储能逆变器及储能电池包持续高增。我们认为随着国内其他逆变器企业开拓新兴市场，会抢占一部分市场份额，且随着进入者增多使得竞争加剧，公司储能逆变器盈利能力有承压风险；此外，目前储能行业高成长性吸引众多企业进入，未来储能系统竞争格局或将恶化，或将导致公司储能电池包及工商业储能系统进展不及预期。

风险提示

1) 下游光储装机不及预期或将导致公司产品需求及出货量的放缓，影响公司业绩；2) 光储市场竞争加剧或将导致公司盈利承压，业绩不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 研发强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

公司主营业务包含光伏行业及家电行业，近年来业绩增长主要来源于光伏行业。公司全面覆盖储能、组串、微型逆变器产品矩阵。此外，公司充分发挥业务协同优势，布局储能电池包及工商业储能系统，其中储能电池包已贡献业绩增量，工商业储能系统仍在推进中。

2. 业务介绍

对于德业股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

逆变器：

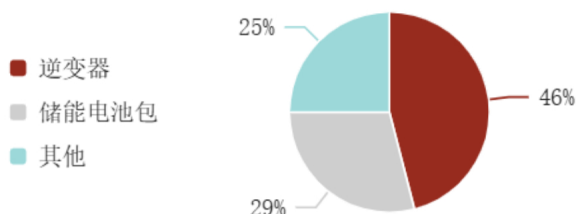
逆变器是一种电力电子转换装置，核心功能是将直流电转换为交流电，实现电能形式的转变，下游主要应用于光伏发电系统及储能系统。公司拥有完整的户用和工商业逆变器解决方案，产品包括储能逆变器、组串逆变器、微型逆变器，其中公司竞争力较强的产品为户用及小型工商业储能逆变器。我们对该业务的市场界定为全球逆变器市场。

储能电池包：

储能电池包是将多个电池单体（电芯）通过串并联组合，并集成电池管理系统、热管理系统、结构件及电气部件等构成的一体化储能系统，用于解决电能供需错配问题，实现电能的高效存储、管理与释放。公司全面适配德业储能逆变器全系列产品，面向亚非拉的低压储能需求推出RW-F16低压壁挂电池，采用安全的磷酸铁锂电池，寿命更长，更稳定。我们对该业务的市场界定为全球储能系统市场。

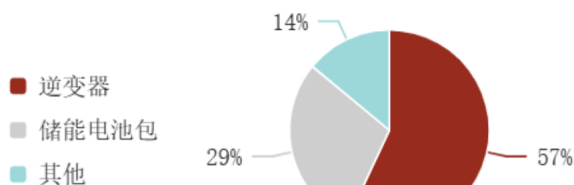
其他：公司其他业务主要包括除湿机和加湿器。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司研发投入较大，顺利完成从传统家电向新能源科技的转型。目前德业股份主营业务为逆变器及储能电池包，具备轻资产属性。公司制定差异化的市场策略，率先布局新兴市场，在新兴市场具备一定的渠道优势。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

逆变器及储能电池包为轻资产行业，2024年公司固定资产及在建工程合计值占营业收入的比重约21%，使得其ROE优于传统制造业，2024年公司ROE为39.2%。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

2024年公司研发费用为5.49亿元，研发人员数量为883人，人均研发投入为62.2万元，研发高端度较高，主要系逆变器行业技术壁垒较高，需要具备高端的研发人员及较高的研发投入才能保持领先的技术优势。

3.3 研发强度

低 较低 中等 较高 高

2021-2024年公司研发费用逐年递增，2024年研发费用率为4.9%，位于历史高位。公司凭借较强的研发投入，完成了从家电到新能源的转型，此外，公司储能逆变器并网自动切换时间已达到毫秒级，可确保关键性负载不断电，优于行业普遍水平。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

2024年公司前五名客户销售额占比为42%，客户集中度较低，主要系公司制定差异化市场策略，重点聚焦海外新兴市场，通过定制化产品适配100+国家的中小客户需求，依托500+经销商网络分散订单。

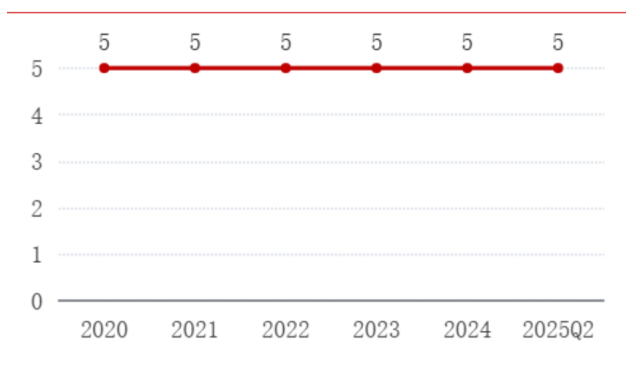
4. 历史经营绩效

近年来公司经营绩效表现良好，主要受益于下游光伏新增装机需求高增，公司紧抓光伏行业发展机遇，布局逆变器及储能电池包业务，并率先布局海外市场，使得公司近年来业绩保持稳健增长。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



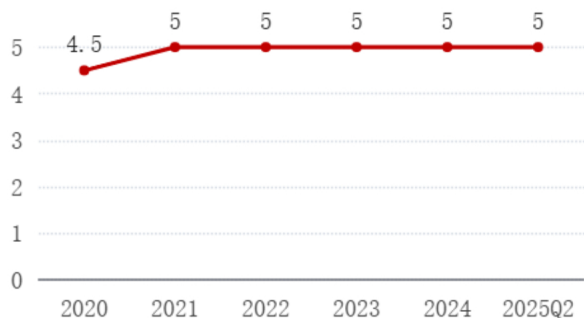
数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司盈利能力星级维持高位，其中2024年公司ROE达39.2%，主要系公司紧抓光伏行业发展机遇，率先开拓海外新兴市场，使得公司户储逆变器及储能电池包产品具备较高的溢价，叠加公司依托家电业务积累的制造能力，使得逆变器结构件自供率较高，并通过整合上游供应商资源及签订批量采购协议，提高其对上游的议价能力并降低原材料和零部件的采购单价，使得公司逆变器具备一定的成本优势。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



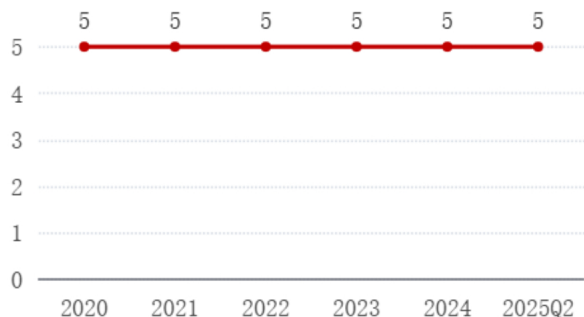
数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司成长能力星级维持高位，2020-2024年公司营业收入年均复合增长率为38.7%，主要受益于海外新兴市场光储需求爆发，公司逆变器及储能电池包销量实现大幅增长所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



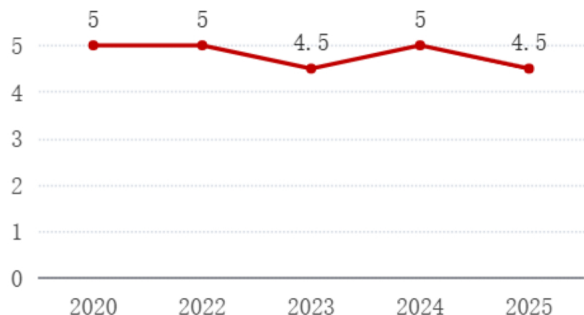
数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司业务控制力星级维持高位，2024年公司经营性现金流净额与营业总收入的比例为27.4%、净占款与总资产的比例为12.25%，均优于行业中位数水平，主要系公司为用户储能逆变器龙头，且上下游行业集中度较低，使得公司对产业链上下游话语权较强所致。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司股东回报星级维持高位，其中2024年公司股息率约6.3%，主要系公司注重股东回报，近年来坚持分红，且股息率较高所致。

5. 四维评级

综合来看，公司护城河星级较高，主要系公司制定差异化竞争策略，在新兴市场具备渠道先发优势，同时公司加强逆变器成本管控，包括提高逆变器结构件自供比例、整合上游供应商资源等，使得公司具备一定的成本优势；公司盈利趋势星级较低，主要考虑到目前新兴市场光储成长空间大，吸引众多企业进入，后续竞争加剧或将导致公司盈利承压。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间星级一般，主要系公司逆变器业务成长星级受下游需求增速显著放缓导致其逆变器成长星级较低所致。

逆变器(1.5星)：

公司逆变器业务成长星级较低，主要系光伏新增装机需求经过前几年快速增长，2020-2024年全球光伏新增装机年均复合增速达42%，后续需求增速或将显著放缓至5%-10%，公司逆变器业绩未来增速或将跟随行业同步放缓所致。

储能电池包(5星)：

公司储能电池包成长星级较高，主要系公司储能电池包于2024年开始大规模放量，目前市占率较低，未来有进一步提升的空间，再加上目前储能行业需求仍保持快速增长，预计2024-2029年新型储能需求年均复合增速位于15%-20%，有望带动公司储能电池包业绩保持快速增长。

5.2 盈利趋势

★★☆☆☆

公司盈利趋势星级低，主要系随着储能逆变器及储能电池包进入者增长，行业竞争加剧或将导致企业盈利能力承压所致。

逆变器(0.5星)：

公司逆变器盈利趋势星级低，近年来公司凭借在新兴市场的先发优势及成本优势，逆变器毛利率维持高位，其中2024年公司逆变器毛利率为47.8%。新兴市场光储需求爆发吸引了更多逆变器企业进入，后续公司市占率有承压向下的风险，叠加市场竞争加剧或将导致公司逆变器毛利率承压。

储能电池包(2.5星)：

公司储能电池包盈利趋势星级较低，主要系储能电池包产品属于同质化产品，叠加宁德时代等企业进入储能系统领域，后续市场竞争加剧或将导致公司储能电池包盈利能力下滑。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级较高，主要系公司逆变器业务在产业链上下游议价能力较强，使得其逆变器产业格局星级较高所致。

逆变器(4星):

公司逆变器产业格局星级较高，主要系逆变器上游与下游行业集中低，公司对上下游议价能力较强，叠加逆变器作为储能系统及光伏电站的重要组成部分，被替代的风险很小。

储能电池包(2星):

公司储能电池包产业格局星级较低，主要系储能电池包产品同质化程度较高，行业进入壁垒较低，叠加上游锂电池行业集中度较高，公司针对上游议价能力较弱所致。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河星级较高，主要系逆变器及储能电池包属于轻资产行业，叠加公司在新兴市场具备渠道先发优势，并凭借其在家电行业管控成本的经验积累，迁移至逆变器行业，使其具备一定的成本优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
逆变器	(5星)公司逆变器护城河宽度星级高，主要系公司逆变器上下游行业集中度较低，公司对上下游议价能力较强，使得公司业务控制力星级高。此外，公司在新兴市场具备先发优势，产品具备一定的溢价能力，叠加公司通过提高原材料自供及整合供应商资源等措施，具备一定的成本优势，公司具备较高的超额ROIC，经壹评级调整，2024年公司逆变器超额ROIC超100%。	(3星)公司具备管理运营护城河及规模经济护城河。管理运营方面，公司制定差异化市场竞争策略，率先布局新兴市场，使得公司逆变器在新兴市场具备渠道先发优势。新兴市场光储需求爆发，吸引了更多逆变器企业进入，后续公司在新兴市场护城河优势或将减弱。规模经济护城河方面，公司具备一定的成本优势，主要基于公司凭借家电行业积累的经验，具备一定的原材料自供，叠加公司通过整合供应商资源及签订批量采购协议降低原材料及零部件采购单价，该优势被颠覆的风险较低，持续性较高。
储能电池包	(4星)公司储能电池包护城河星级较高，主要系公司下游行业集中度较低，公司对下游议价能力较强，叠加公司业务控制力星级较高。此外，公司充分发挥储能电池包业务与逆变器业务的协同优势，运用原有逆变器销售渠道销售储能电池包，使得公司储能电池包盈利能力较高，经壹评级调整，2024年公司储能电池包超额ROIC超100%。	(3.5星)公司具备管理运营护城河，公司储能电池包全面适配德业储能逆变器全系列产品，因此公司业务协同优势明显，公司凭借原有销售渠道销售储能电池包，使得其电池包业务取得良好业绩。由于储能电池包同质化较高，叠加新兴市场储能高成长性吸引更多企业进入，后续公司该业务护城河优势或将被减弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

目前公司估值基本合理。

6.1 核心假设及逻辑

逆变器：

收入假设：

1) 销量：公司逆变器以户储为主，考虑到目前储能行业需求仍呈增长态势，预计2025-2029年全球储能逆变器需求量年均复合增速约11.7%，假设2025-2029年公司逆变器销量保持增长。

2) 单价：考虑到后续行业新进入者可能会增多，竞争加剧将导致逆变器销售价格下降，因此预计公司逆变器单瓦价格逐年下降。

盈利能力假设：

毛利率：预计随着后续进入者增多导致竞争加剧，2025-2029年公司毛利率有所下降。

储能电池包：

收入假设：

1) 销量：预计2024-2029年储能系统需求年均复合增长率为16.4%，目前公司储能电池包正处于放量阶段，叠加公司布局工商业储能系统，预计后续公司储能电池包市占率有望进一步提升，带动公司储能电池包销量保持增长。

2) 单价：考虑到储能系统价格整体处于下行阶段，预计2025年公司储能电池包价格或将进一步承压，后续随着储能行业反内卷推进，公司储能电池包价格有望回升。

盈利能力假设：

毛利率：目前储能行业高成长性吸引众多企业进入，竞争加剧或将导致公司盈利承压，假设2025-2029年公司储能毛利率有所下降。

表2：公司整体业绩预测

德业股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	59.6	74.8	112.1	134.7	158.0	179.9	204.9	226.9
归母净利润(亿)	15.2	17.9	29.6	35.0	40.2	44.3	49.0	53.4
归母净利润增速(%)	162.2	18.1	65.2	18.3	14.9	10.2	10.7	8.9
经营性净利润(亿)	15.3	17.9	27.7	32.9	37.9	42.1	46.8	51.2
经营性净利润增速(%)	184.3	17.0	55.4	18.7	15.2	11.0	11.2	9.2
经营性归母净利润(亿)	15.2	17.9	27.7	32.9	37.9	42.1	46.8	51.2
经营性归母净利润增速(%)	183.2	17.4	55.4	18.7	15.2	11.0	11.2	9.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

逆变器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	39.6	44.3	55.6	62.7	68.9	75.6	82.7	90.2
收入增速(%)	230.4	11.9	25.4	12.9	9.9	9.7	9.4	9.1
经营性净利润(亿)	13.6	15.1	18.1	20.2	22.1	23.9	26.0	28.0
经营性净利率(%)	34.4	34.0	32.6	32.2	32.1	31.6	31.4	31.0
经营性净利润增速(%)	347.9	10.7	20.2	11.5	9.4	8.2	8.5	7.9
储能电池包	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	8.8	24.5	38.4	53.8	67.2	83.3	95.8
收入增速(%)	0.0	0.0	177.2	56.7	40.0	25.0	23.9	15.0
经营性净利润(亿)	0.0	1.6	6.6	9.4	12.4	14.7	17.2	19.5
经营性净利率(%)	0.0	18.3	27.0	24.6	23.1	21.8	20.7	20.3
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	308.9	42.9	31.7	17.8	17.7	13.0
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	20.0	21.7	32.0	33.6	35.3	37.0	38.9	40.8
收入增速(%)	-32.7	8.4	47.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.6	1.2	3.0	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
经营性净利率(%)	8.2	5.3	9.4	9.7	9.7	9.6	9.4	9.0
经营性净利润增速(%)	-29.7	-29.4	159.7	9.2	4.0	4.2	2.8	1.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
逆变器	4.2%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	25.8
储能电池包	6.0%	中等	一般	较强	8.5%	13.5	16.5
其他	2.8%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	2.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
逆变器(亿)	143.3	180.5	323.8	42.1	-	-	365.9
储能电池包(亿)	69.7	115.7	185.3	16.0	-	-	201.4
其他(亿)	17.4	16.7	34.1	10.7	-	-	44.8
公司整体测算(亿)	230.4	312.8	543.2	68.8	-	-	612.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
逆变器(亿)	194.6	119.6	314.2	42.1	—	—	356.3
储能电池包(亿)	94.5	62.0	156.5	16.0	—	—	172.6
其他(亿)	21.2	8.2	29.4	10.7	—	—	40.1
公司整体测算(亿)	310.3	189.8	500.1	68.8	—	—	569.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，公司收入主要来源于海外且以户用为主，数据可跟踪性较低，导致其未来预测确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。