



公司研究 | 深度报告 | 德业股份 (605117.SH)

德业股份深度之三——为什么看好德业的持续性？

报告要点

户储行情的起点往往是月度数据的边际改善，但持续性取决于业绩预期能否兑现。时至年中，地缘冲突下的月度数据改善窗口或已告一段落，但我们对企业年度维度的业绩增长依然充满信心。我们认为德业股份是户储板块中最具行情持续性的标的，成长赛道中的价值股。本篇报告从市场结构、盈利稳定性两个维度展开分析，论证公司长期价值，并展望下半年催化。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006

德业股份 (605117.SH)

2026-08-20

德业股份深度之三——为什么看好德业的持续性？

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

德业行情的持续性，本质是业绩增长的持续性

户储行情的起点往往来自月度需求数据的边际改善，而持续性取决于业绩预期能否兑现。时至年中，地缘冲突下的月度数据改善窗口或已告一段落，但我们对企业年度维度的业绩增长依然充满信心。加之当前板块估值已落至底部区间，正是合适的布局时点。户储板块中，德业股份历史上最具行情持续性，正是源自其业绩的持续增长。本篇报告，我们从市场结构、盈利稳定性两个维度展开分析，阐述德业股份业绩持续增长背后的支撑，并展望下半年的行情催化。

支撑 1：均衡的市场结构

2024 年之前的德业，业绩增长很大程度来自新兴市场的快速增长，德业在此错位先发布局，获得超额收益。2025 年及以后，公司业绩持续增长的背后，则是德业均衡的市场结构在发挥作用。尽管户储单一市场的波动很大，但全球来看，户储需求是持续增长的，背后的本质逻辑在于低渗透率和持续扩大的经济性优势。德业是全球布局最为均衡的户储企业，市场覆盖超过 150 个国家和地区，东南亚、印巴、中东、非洲、东欧、拉美等多数新兴市场占有显著份额。多点开花的市场布局使公司出货量的波动远小于单一市场，业绩增长的持续性自然更好。均衡的市场结构，本质上是德业对新兴市场的深度理解和先布局带来的结果，同行短期难以复制。

支撑 2：稳定的盈利能力

另一方面，德业盈利能力难得较为稳定，季度毛利率多年维持在 40% 附近，其中储能逆变器业务毛利率维持在 50% 附近。净利率通常维持在 20%-30% 区间。盈利能力稳定，主要源自德业的强阿尔法，体现在三个方面：1) 产品设计降本。公司始终存在产品代际优势，户储现已迭代至第六代，多年制造基因赋予公司对产品设计降本的深刻理解，结合客户画像分层，精细化产品定义以提升性价比。2) 规模效应。公司逆变器和家电部分产线共用，加上收入规模持续增长并领先行业，实现规模降本。同时公司运营、销售管理能力出众，实现长期稳定的低费用率。3) 自制率高。模具制造企业/小家电企业出身，逆变器外壳等结构件自制。此外，先发渠道的优势也使得公司在新兴市场普遍存在产品溢价，近年来进一步巩固了公司的盈利优势。

下一步能期待哪些催化？

1) 户储补贴政策落地。英国温暖家园计划的补贴下半年预计逐步正式发放，带来户储需求增量。同时其他欧洲、亚洲国家出于能源自给的需要，户储政策也可能随时出台。2) 欧洲及新兴市场或迎来电价上涨/缺电加剧。考虑今年二季度地缘冲突加剧引起天然气价格大幅上涨，预计四季度部分国家居民电价有望迎来上涨，同时缺电情况也存在加剧的可能。3) 厄尔尼诺现象刺激。本轮厄尔尼诺强度更广、全球高温同步性更强，催化力度有望超越 2023 年。4) 乌克兰渐入旺季，需求弹性值得期待。德业在乌克兰市场份额显著，充分受益于乌克兰需求增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2027 年实现归母净利润 61、79 亿元，对应 PE 为 20、15 倍。当前估值处于历史中枢偏低位置，考虑到公司业绩的持续性和下半年催化密集，维持买入评级。

风险提示

1、需求不及预期风险；2、市场竞争加剧风险；3、新产品推广不及预期风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	94.87
总股本(万股)	127,323
流通A股/B股(万股)	127,323/0
每股净资产(元)	12.72
近12月最高/最低价(元)	174.56/56.20

注：股价为 2026 年 8 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q1 财务数据全面向好，再证龙头硬核实力》
2026-06-08
- 《预告业绩强势，优秀一如既往》2026-04-19
- 《汇兑影响下 Q3 业绩依旧环增，Q4 需求增长趋势延续》2025-11-17



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

德业行情的持续性，本质是业绩增长的持续性	5
支撑 1：均衡的市场结构	6
支撑 2：稳定的盈利能力	10
下一步能期待哪些催化？	13
盈利预测与估值	16
风险提示	17

图表目录

图 1：德业历史季度归母净利润（亿元）	5
图 2：历史上的波动——2022-2023 欧洲市场引发锦浪、固德威储能逆变器出货波动（万台）	6
图 3：中国逆变器对南非出口金额，2023 波动较大（亿美元）	6
图 4：中国逆变器对巴基斯坦出口金额，2024 波动较大（亿美元）	6
图 5：2024 年和 2022 年新兴市场典型分布式光储系统造价对比（元/W）	7
图 6：近年全球平均居民电价稳定在历史高位（美元/kWh）	7
图 7：德业股份官网整理的 2026 年全球光储展会时间表，证明公司全球布局视野	8
图 8：德业前五大客户收入占比持续下降，客户结构呈分散趋势	8
图 9：德业的收入结构	9
图 10：户储逆变器企业毛利率比较，德业相对更高且稳定	10
图 11：户储逆变器企业净利率比较，德业相对更高且稳定	10
图 12：得益于规模效应等因素，2023 年以来德业股份的期间费用率优势愈发明显	11
图 13：逆变器原材料成本中机构件占 25%左右	12
图 14：逆变器机构件供应商的该业务毛利率近年有所下滑	12
图 15：英国居民电价和天然气期货价格相关性显著，且居民电价滞后于天然气期货价格	14
图 16：2026 年 6 月第 3 候海表温度距平和 2026 年 6 月第 3 候海表温度距平较前一候的变化量	15
表 1：户储公司年度股价涨跌幅和其当年或次年归母净利润增速具备明显的相关性	5
表 2：亚非拉户储空间测算，长期天花板在 2 亿套左右	7
表 3：以单相低压 5kW 户储逆变器为例，德业已经进行了 6 次产品迭代，在外观/尺寸、最大输入功率、重量、冷却方式等方式存在差异	11
表 4：2026 年欧盟主要国家户用光储补贴梳理	13
表 5：公司利润敏感性分析	17

德业行情的持续性，本质是业绩增长的持续性

户储行情的起点往往是月度数据的边际改善，但持续性取决于业绩预期能否兑现。年初我们的报告《基于历次行情复盘，展望 2026 年户储行情持续性》对此进行过详细的阐述——户储行情兴于月度边际改善，立于年度业绩增长。时至年中，地缘冲突下的月度数据改善窗口或已告一段落，但我们对企业年度维度的业绩增长依然充满信心。在此背景下，市场不禁追问一个历史上反复讨论的问题——持续性如何？

我们发现，过去几年的德业股份，凭借年度业绩的持续高增，行情的持续性好于同业。2021 年至 2025 年，公司归母净利润从 6 亿元增长至 32 亿元，复合增速超过 50%。对应股价表现，除 2023 年受增速放缓、行业贝塔下行影响，其余年份也均兑现大涨。包括 2026 年以来，市场对公司的盈利预测较年初有较大上调，对应股价也出现较大涨幅。

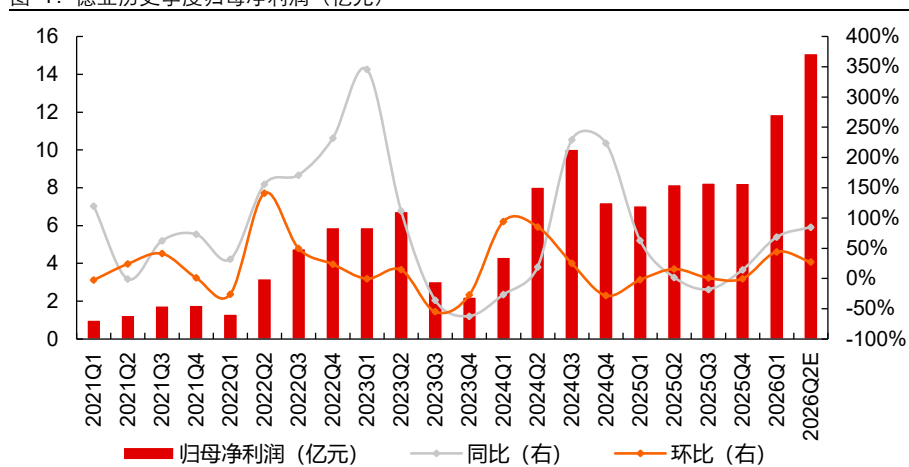
表 1：户储公司年度股价涨跌幅和其当年或次年归母净利润增速具备明显的相关性

企业	指标	2021	2022	2023	2024	2025
德业股份	归母净利润同比	51%	162%	18%	65%	13%
	股价年度涨跌幅	742%	70%	-54%	47%	49%
固德威	归母净利润同比	7%	132%	31%	-107%	扭亏
	股价年度涨跌幅	94%	-1%	-43%	-56%	52%
锦浪科技	归母净利润同比	49%	124%	-26%	-11%	48%
	股价年度涨跌幅	165%	17%	-61%	-12%	17%
艾罗能源	归母净利润同比				-81%	4%
	股价年度涨跌幅				-15%	34%

资料来源：Wind，长江证券研究所

更重要的是，公司业绩增长并非依赖单一年份的爆发，而是连续多个季度表现优异，形成了持续的上修链条。业绩的持续增长，是行情持续性的根基——每一轮业绩兑现，都在强化市场对公司成长性的认知，进而推动估值中枢高于行业平均。优异的历史业绩表现，使得公司更值得左侧布局。

图 1：德业历史季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：2026Q2 业绩取业绩预告范围中值

下文，我们从市场结构、盈利稳定性两个角度，展开分析德业业绩持续增长的原因。

支撑 1：均衡的市场结构

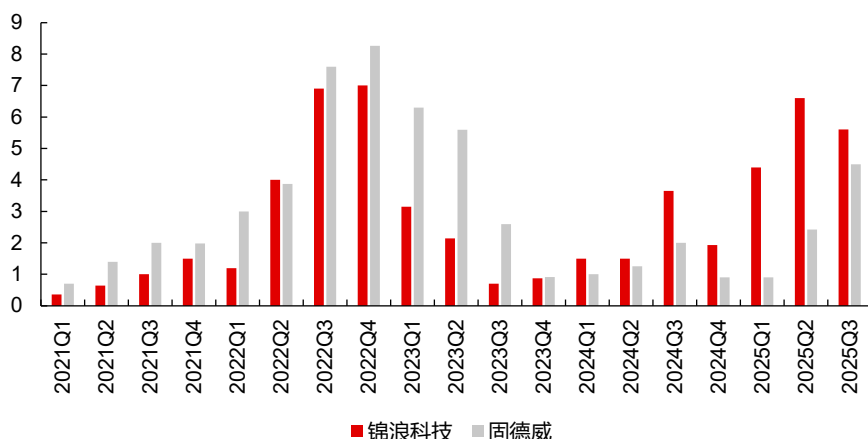
2024 年之前的德业，业绩增长很大程度来自新兴市场的快速增长，德业在此错位先发布局，获得超额收益。2025 年及以后，公司业绩持续增长的背后，则是德业均衡的市场结构在发挥作用。

户储单一市场的波动往往很大——欧洲市场在 2022-2024 年经历了一轮陡峭的需求周期，能源恐慌下渠道库存周期汹涌；南非市场 2023 年下半年也经历过库存积压和需求回落；巴基斯坦市场也在 2024 年高基数后面临增速放缓的疑问。

户储需求波动的根源在于两个方面：1) 经销的商业模式，渠道商是需求的放大器，存在渠道库存周期；2) 终端消费非理性，居民会出于恐慌心理和从众心理集中消费，而非理性计算投资回报。

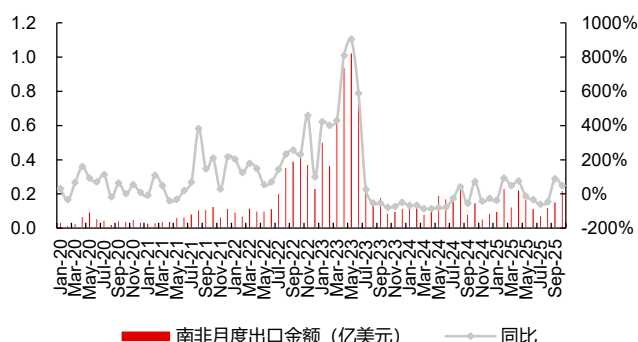
因此，对于户储企业，唯有铺开市场布局，方可抵御单一市场波动。

图 2：历史上的波动——2022-2023 欧洲市场引发锦浪、固德威储能逆变器出货波动（万台）



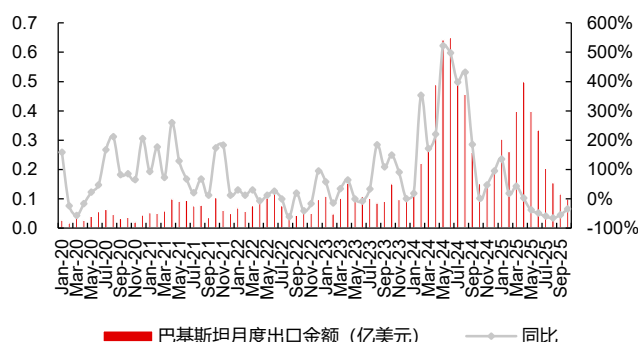
资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：推算数据，仅供趋势参考

图 3：中国逆变器对南非出口金额，2023 波动较大（亿美元）



资料来源：海关总署，长江证券研究所

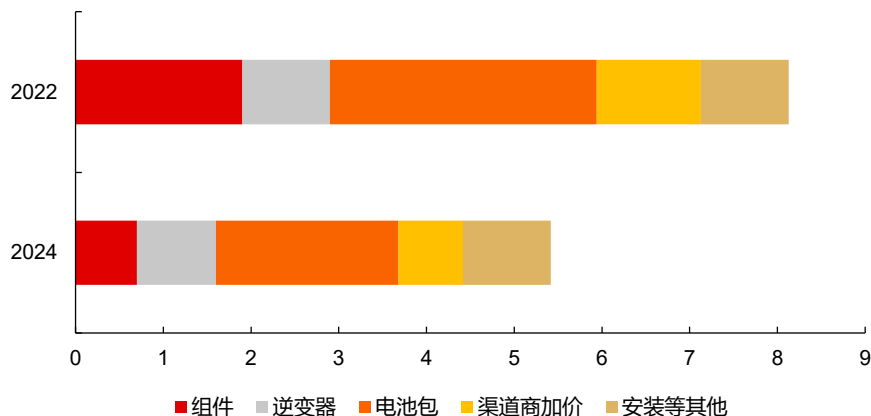
图 4：中国逆变器对巴基斯坦出口金额，2024 波动较大（亿美元）



资料来源：海关总署，长江证券研究所

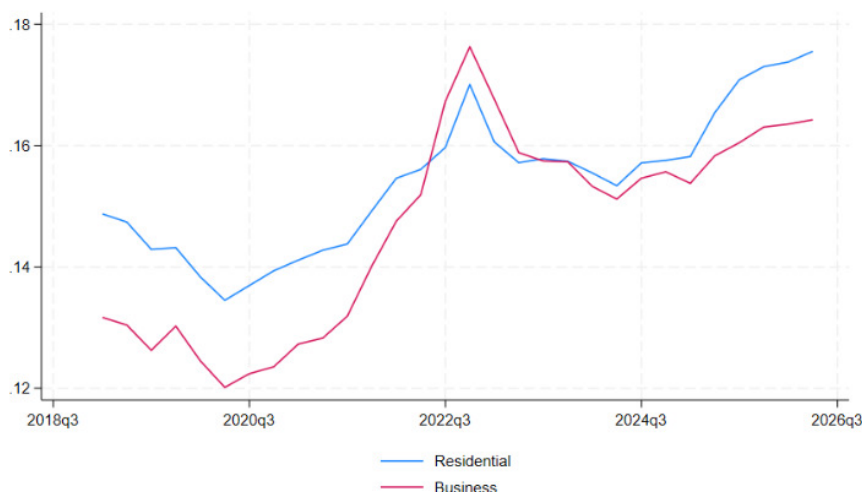
但是，全球来看，户储需求是持续增长的——背后的本质逻辑在于低渗透率和持续扩大的经济性优势。如今组件、电芯价格较 2022 年高点大幅下降，而全球平均居民电价仍在历史相对高位，户储经济性持续提升。

图 5：2024 年和 2022 年新兴市场典型分布式光储系统造价对比（元/W）



资料来源：Infolink Consulting，鑫椤锂电，泓达光伏，长江证券研究所

图 6：近年全球平均居民电价稳定在历史高位（美元/kWh）



资料来源：Global Petrol Prices，长江证券研究所

空间上看，新兴市场光储需求动力依然强劲，为各个细分市场的爆发奠定了基础。亚非拉市场长期总的户储需求有望达到 2 亿套左右（对应户储渗透率达到 15%-20%），假定 30 年完成全部户储配套，对应年均 670 万套左右，相比于 2024 年尚有数倍增长空间。

表 2：亚非拉户储空间测算，长期天花板在 2 亿套左右

指标	单位	亚洲（剔除东亚）	非洲	拉美	合计
总人口	亿	33.0	16.9	6.5	56.4
家庭规模	人/户	4.5	4.7	3.5	4.4
户数	亿	7.3	3.6	1.9	12.8
人均 GDP（2021）	美元/年	4258	1959	7652	-
户储渗透率上限假设		15%	20%	10%	16%
户储需求	万套	10987	7200	1857	20044

资料来源：世界银行，联合国人口司，长江证券研究所

德业的市场结构更加均衡，量增比较持续，波动相对更小。公司是全球布局最为均衡的户储企业，市场覆盖超过 150 个国家和地区，东南亚、印巴、中东、非洲、东欧、拉美

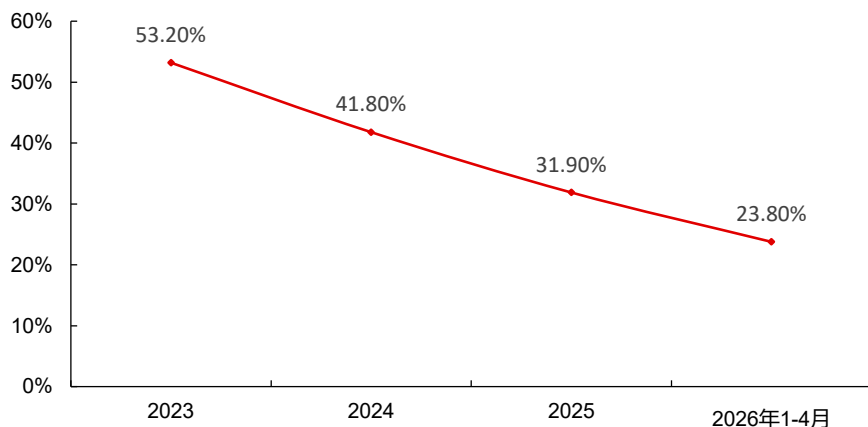
等多数新兴市场占有显著份额，西欧、美国、澳洲等高端海外市场也有布局。当一个市场阶段性回落时，其他市场往往正在爆发——2023 年下半年南非降温，2024 年巴基斯坦和乌克兰接棒；2025 年巴基斯坦高基数后增速放缓，非洲、乌克兰、东南亚又在快速放量。这种多点开花的格局，使得公司整体出货量的波动远小于单一市场，业绩增长的持续性自然更好。均衡的市场结构，本质上是德业对新兴市场的深度理解和先布局带来的结果，同行短期难以复制。

图 7：德业股份官网整理的 2026 年全球光储展会时间表，证明公司全球布局视野



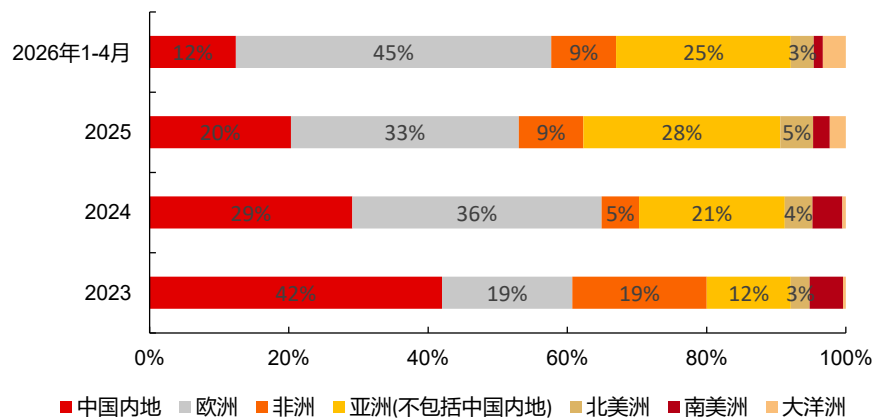
资料来源：德业股份官网，长江证券研究所

图 8：德业前五大客户收入占比持续下降，客户结构呈分散趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：德业的收入结构

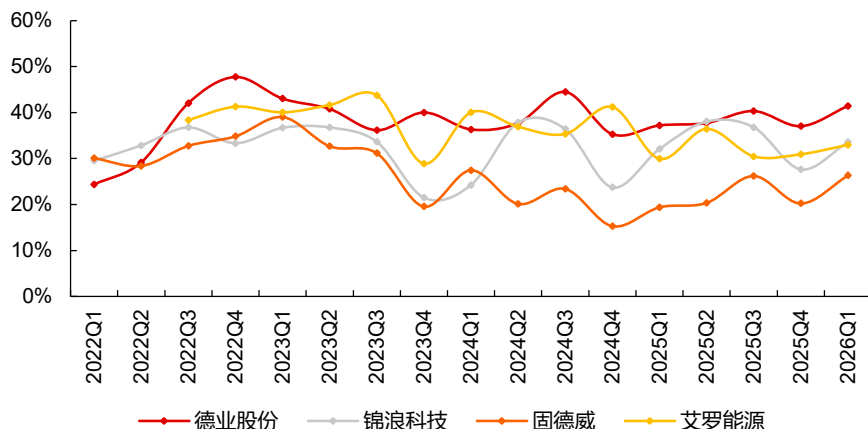


资料来源：公司公告，长江证券研究所

支撑 2：稳定的盈利能力

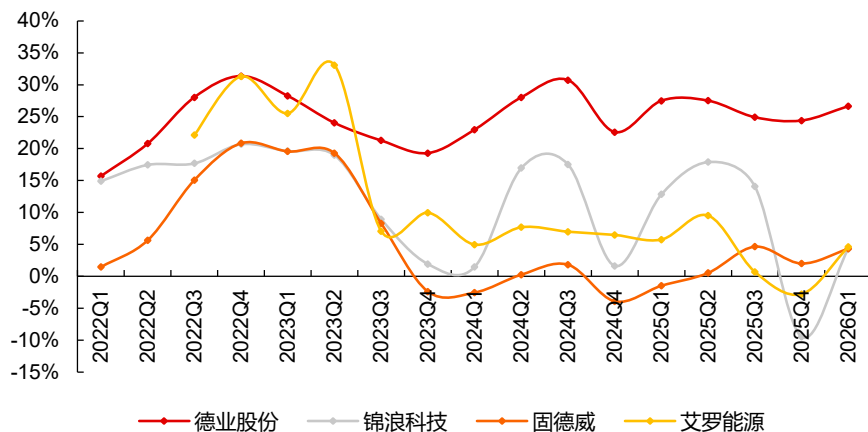
另一方面，德业盈利能力难得较为稳定，波动明显低于行业水平。稳定的盈利能力，使得公司的业绩增长更贴合行业需求增长，因而业绩兑现度较高。公司季度毛利率多年维持在 40% 附近，其中储能逆变器业务毛利率维持在 50% 附近。净利率通常维持在 20%-30% 区间，明显比友商更加稳定。

图 10：户储逆变器企业毛利率比较，德业相对更高且稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：户储逆变器企业净利率比较，德业相对更高且稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利能力稳定，主要源自德业的强阿尔法，体现在三个方面：

1) 产品设计降本。对于亚非拉市场，在保障性能和可靠性的基础上通过产品设计降本，有较高难度。公司正是结合此前家电行业经验，懂得如何通过产品设计、结构优化、功能集成等方面，最终实现产品制造成本低于同行，并保持产品代际优势。

2021 年，公司率先在国内批量采购 IGBT、模拟器件和数字电路，与国内领先的制造商建立合作关系。通过系统拓扑优化与创新的热设计，公司使产品性能不输进口。公司已将产品中本地制造组件的占比提升至约 90%，从而大幅降低了组件开支。

2026 年，德业推出第六代户用低压储能逆变器 SG06 系列，作为旗舰产品的全面迭代，采用全新外观设计，通过硬件结构的创新和优化，再加上大量引入第三代半导体材料碳

化硅，在性能不变甚至更优的前提下，相较上一代产品大幅缩小体积和减轻重量，至高实现约 42%的减重。

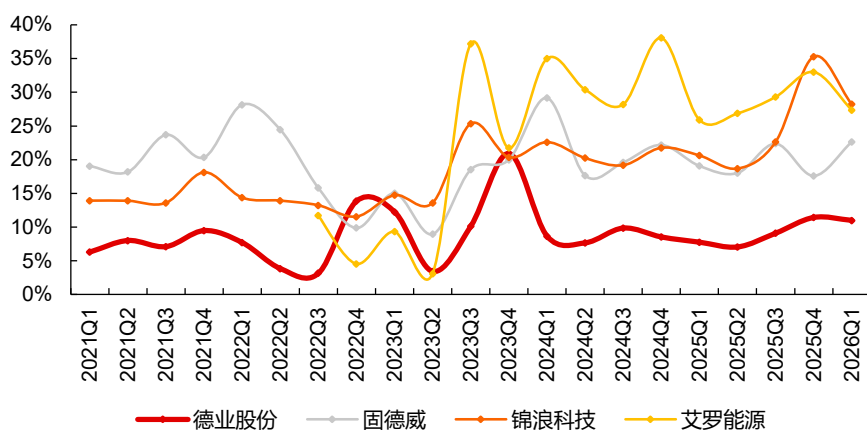
表 3：以单相低压 5kW 户储逆变器为例，德业已经进行了 6 次产品迭代，在外观/尺寸、最大输入功率、重量、冷却方式等方式存在差异

代数	第一代	第二代	第三代	第四代	第五代	第六代
型号	SUN-5K-SG01LP1-US	SUN-5K-SG02LP1-EU-AM2	SUN-5K-SG03LP1-EU	SUN-5K-SG04LP1-EU	SUN-5K-SG05LP1-EU	SUN-5K-SG06LP1-EU-BM2
最大输入功率 (W)	6500	6500	6500	8000	8000	8000
最大输入电流 (A)	13+13	13+13	13+13	13+13	13+13	18+18
最大效率	97.60%	97.60%	97.60%	97.60%	97.60%	97.60%
箱体尺寸 (mm)	420*670*233	420*670*233	330*580*232	330*433*229	330*580*232	310*460*218
重量 (kg)	32	32	25	17	24.9	15.6
防护等级	IP65	IP65	IP65	IP65	IP65	IP65
冷却方式	智能冷却	智能冷却	智能风冷	自然冷却	智能风冷	自然冷却

资料来源：德业股份官网，长江证券研究所

2) 规模效应。公司的逆变器自制零部件产线和家电业务的部分设备共用，供应链体系本身就比较成熟，因而原材料采购成本有一定优势。同时，公司长于控制成本，多年来大多数时候期间费用率低于 10%，而逆变器同行费用率通常在 15%或以上。公司在部分亚非拉市场较少做下沉渠道，本地化人员数量相比于其他欧美为主的逆变器企业更少，通过委托当地的一级代理商进行市场推广和维护工作，代理商客户下订单后，公司直接从国内发货，主要采用 FOB 报价，虽然少赚一道代理商的利润，但是可以极大提升管理效率，降低海外市场维护成本，进而降低费用率。

图 12：得益于规模效应等因素，2023 年以来德业股份的期间费用率优势愈发明显

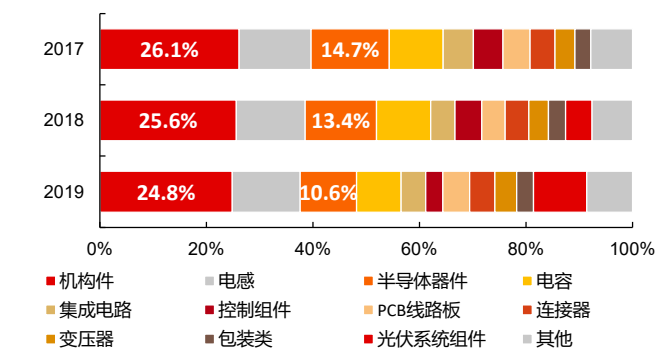


资料来源：Wind，长江证券研究所

3) 自制率高。公司模具制造企业出身，而后从事热交换器业务属于主要通过成本竞争的空调零部件行业，因而相比于其他逆变器企业，公司对金属制造有更深入的理解，进而通过提高逆变器的自制率（如自制机构件），获得显著的原材料成本优势。公司目前已经是行业自制率最高的逆变器企业。

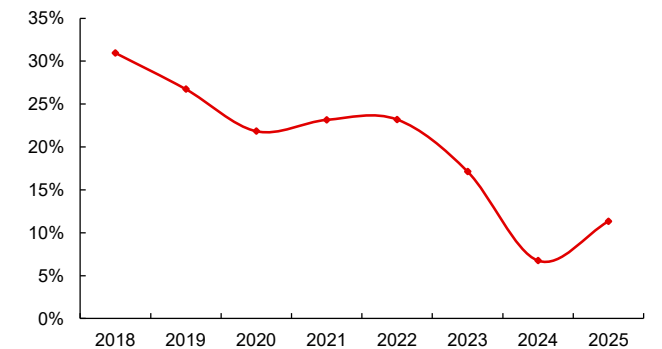
不过，近年来行业层面逆变器机构件的毛利率有所回落，公司高自制率带来的成本优势相比于往年有一定程度的缩小。但先发渠道的优势也使得公司在新兴市场普遍存在产品溢价，近年来巩固了公司的盈利优势。

图 13：逆变器原材料成本中机构件占 25%左右



资料来源：固德威公告，长江证券研究所

图 14：逆变器机构件供应商的该业务毛利率近年有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：数据取自铭利达精密压铸结构件业务

综上，全球多元的市场布局、难得稳定的盈利能力为德业业绩的持续增长奠定了坚实基础。在充满不确定性的户储行业中，德业脱颖而出，成为更值得信任的投资标的，成长赛道中的价值股。在估值处于低位的时刻，投资者可以更放心地左侧布局。

下一步能期待哪些催化？

选择左侧布局德业，面临的下一个问题则是，何时看到行情拐点？我们认为，下半年有望看到拐点，行情驱动在于月度需求数据的环比增长。需求数据环增的支撑在于：

1) 户储补贴政策落地。英国温暖家园计划已于今年 1 月发布，补贴下半年预计逐步正式发放，带来户储需求增量。同时其他欧洲、亚洲国家出于能源自给的需要，户储政策也可能随时出台。

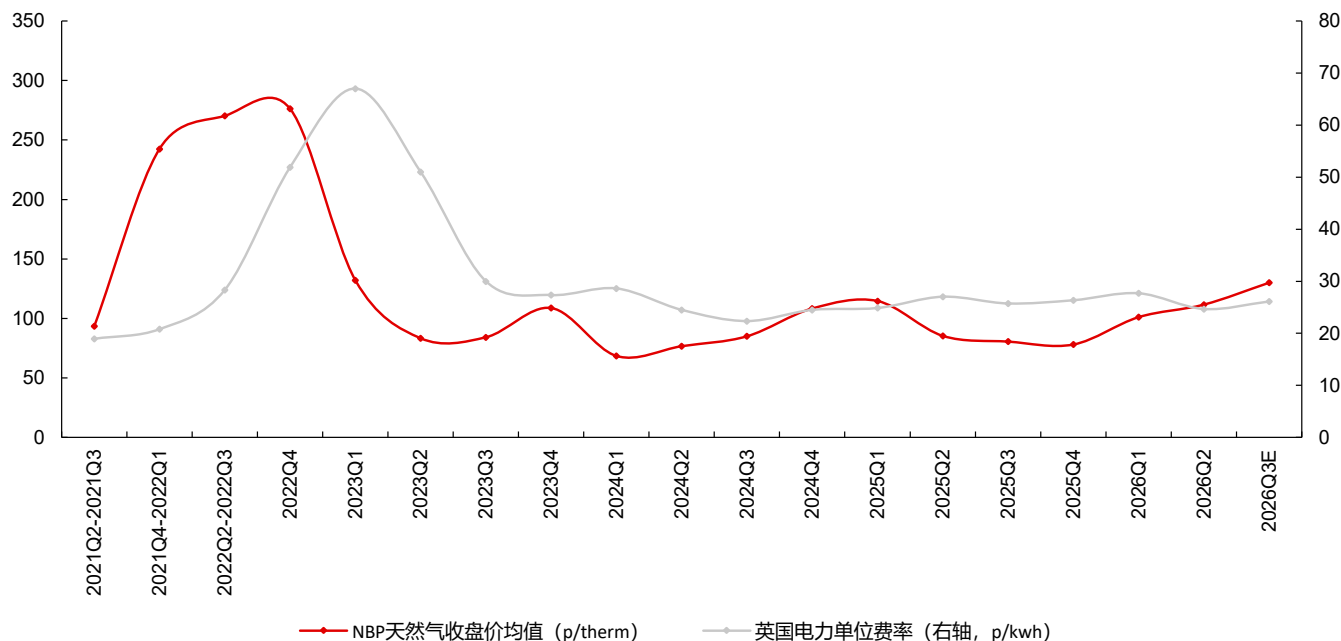
表 4：2026 年欧盟主要国家户用光储补贴梳理

国家	政策名称	生效时间及状态	资金来源	总预算	补贴/支持政策具体内容
波兰	Mój Prąd 7.0	2026 年 延续自 2025 年	欧盟复兴计划	5 亿波罗兹罗提	家庭光伏系统、储能和热储存的最高支持金额为 30,000 波罗兹罗提，其中储能最高补贴额可能高达 16,000 波罗兹罗提。
罗马尼亚	Casa Verde 2026	2026 年 延续自 2025 年	/	/	此前要求光伏系统≥3kw， 电池≥5kw ，单户最高补贴 30,000 罗恩。
捷克	Nová zelená úsporám	2026 年 延续自 2025 年	欧盟复兴计划	2 亿克朗	单户住宅最高补贴 50,000 捷克克朗，公寓大楼最高补贴 100,000 捷克克朗，申请开放于 2026 年 3 月 25 日，截止于 2026 年 4 月 15 日。
西班牙	第 7/2026 号皇家法令，关于批准应对中东危机综合计划	2026 年 新增	/	/	针对 2026 年内进行的住宅可再生能源及储能自发自用安装，纳税人可享受 10% 的个税抵扣；若安装在以住宅为主的整栋建筑上，抵扣率可高达 20%。
匈牙利	Otthoni Energiatámogatási Program	2026 年 2024 年 Napenergia Plusz Program 补贴结束后 重启	欧盟复兴计划	1000 亿福林	向每位申请人提供总额最高 250 万的福林补贴， 储能容量≥10kWh ，逆变器最高功率 5kw，首轮申请开放自 2026 年 2 月 2 日，截至至 2026 年 3 月 15 日；第二轮期为 2026 年 3 月 16 日至 2026 年 9 月 30 日；项目获批准后 24 个月内完成。
奥地利	EAG 投资补贴	2026 年 新增	/	0.28 亿欧元	4-5 月、6 月、10 月分别启动三轮户用及工商业光储补贴，光伏补贴 120-150 欧元/kw，储能补贴 150 欧元/kwh。

资料来源：各政府官网，长江证券研究所

2) 欧洲及新兴市场或迎来电价上涨/缺电加剧。复盘历史，欧洲居民电价与天然气价格高度相关，但存在滞后性，且波动性小于天然气。以英国为例，据我们跟踪测算，居民电价相比于天然气价格滞后 1-2 个季度，且斜率仅为天然气价格斜率的二分之一左右。考虑今年二季度地缘冲突加剧引起天然气价格大幅上涨，预计四季度居民电价有望上涨。同时，新兴市场（亚洲等）天然气依赖波斯湾进口，今年地缘冲突直接、持续影响其天然气供应，电力紧缺问题或愈发严重。

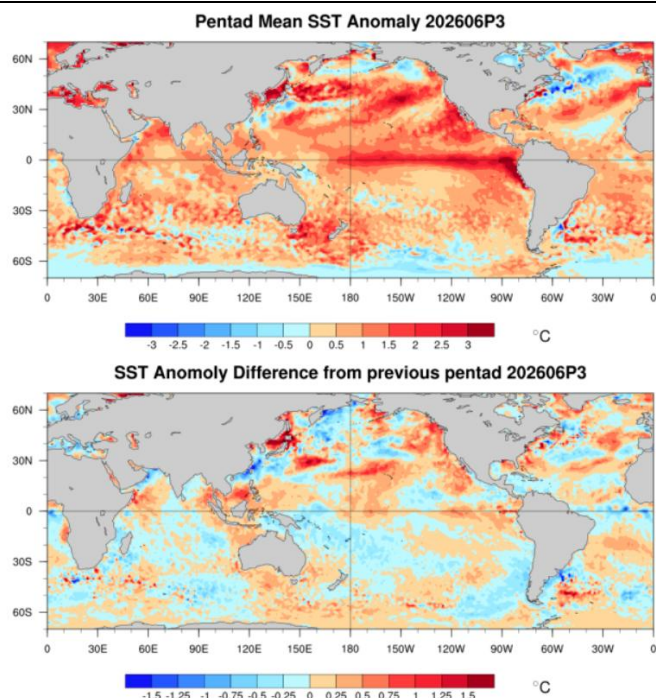
图 15：英国居民电价和天然气期货价格相关性显著，且居民电价滞后于天然气期货价格



资料来源：Wind, Ofgem, 长江证券研究所

3) 厄尔尼诺现象刺激更多用电刚需。极端高温→制冷用电激增→区域性缺电/停电频发→居民备电刚需提升→户储经济性与紧迫性同步上升。今年 5 月赤道中东太平洋已进入厄尔尼诺状态，预计夏秋季形成中等及以上强度事件，秋冬季达峰。厄尔尼诺叠加全球变暖，极端高温发生概率显著增加。全球同步高温推升制冷用电，东南亚住宅制冷用电量增量或大幅提升，负荷集中分布于少数高温峰值日，局部缺电与停电概率随之抬升。参考 2023 年南非大停电对户储板块的强力催化，本轮厄尔尼诺强度更广、全球高温同步性更强，催化力度有望超越 2023 年。

图 16：2026 年 6 月第 3 候海表温度距平和 2026 年 6 月第 3 候海表温度距平较前一候的变化量



资料来源：国家气候中心，长江证券研究所 注：6 月第 3 候海表温度距平指 6 月 11-15 日海表温度比历史同期平均值高（或低）了多少 °C

4) 乌克兰渐入旺季。俄乌冲突持续至今，乌克兰电网基础设施损毁严重，修复进度远落后于破坏速度。随着四季度逐步进入采暖季，供暖负荷叠加本就脆弱的供电体系，区域性缺电与停电频率将进一步抬升。分布式光储作为离网备电刚需，渗透率有望在旺季加速提升。参考以往冬季乌克兰户储放量经验，今年入冬节奏前移、电网可用容量进一步下降，旺季需求弹性值得期待。德业在乌克兰市场份额显著，充分受益于乌克兰需求增长。

此外，对于德业，工商储、阳台光储、太阳能空调等新产品持续放量，也为业绩提供了增量弹性。特别是工商储近两年我们预计延续高增，收入占比有望继续提升，公司总收入增速有望高于户储行业增速。

盈利预测与估值

综上，我们预计公司 2026-2027 年实现归母净利润 61、79 亿元，对应 PE 为 20、15 倍。当前估值处于历史中枢偏低位置，考虑到公司业绩的持续性和下半年催化密集，维持买入评级。



风险提示

1、需求不及预期风险。公司重点市场为全球新兴市场，需求受到各国政策、战争、气候等因素影响，且订单可见度仅 1-2 个月，全年需求存在不确定性。

2、市场竞争加剧风险。近年来诸多户储企业进入新兴市场，如果产品同质化程度加剧，价格竞争增多，可能导致毛利率下降。

3、新产品推广不及预期风险。工商储、阳台微储、高性价比电池包等新产品放量节奏存在不确定性。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司主要市场需求出现较大波动，同时行业竞争格局严重恶化，则对应 2026-2027 年归母净利润降低至 58、73 亿元。

表 5：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
归母净利润（亿元）	61	79	94	58	73	87
增长率	92%	29%	19%	83%	26%	19%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

根据香港地区相关监管规定及研究报告信息披露要求，现就长江证券国际金融集团有限公司与德业股份(605117.SH)的业务关系补充披露如下：

长江证券国际金融集团有限公司作为长江证券股份有限公司在香港设立的子公司，其下属持牌法团在过去十二个月内与报告中所述的公司存在投资银行业务关系。特此提示投资者注意相关潜在利益关联，并建议在阅读研究报告时结合该信息进行独立判断及寻求专业意见。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	12224	25753	33187	40396	货币资金	6609	14749	23795	34029
营业成本	7563	16076	21183	26084	交易性金融资产	1736	1736	1736	1736
毛利	4661	9677	12004	14312	应收账款	1700	3737	1794	5387
%营业收入	38%	38%	36%	35%	存货	1785	3097	2169	4835
营业税金及附加	118	129	166	202	预付账款	72	116	168	201
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2847	2902	2767	3139
销售费用	344	747	962	1171	流动资产合计	14749	26336	32429	49327
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	87	146	214	279
管理费用	321	721	929	1131	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	2712	3205	3738	4166
研发费用	562	1236	1493	1818	无形资产	289	367	469	562
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-129	223	-278	-392	递延所得税资产	151	151	151	151
%营业收入	-1%	1%	-1%	-1%	其他非流动资产	1918	1854	1721	1611
加: 资产减值损失	-12	-30	0	0	资产总计	19907	32060	38721	56095
信用减值损失	-11	0	0	0	短期贷款	3304	3804	4304	4804
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	2248	4897	3341	6803
投资收益	109	155	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	3649	6985	9042	10759	应付职工薪酬	234	496	654	806
%营业收入	30%	27%	27%	27%	应交税费	263	582	738	903
营业外收支	-13	0	0	0	其他流动负债	3202	5538	5063	8784
利润总额	3636	6985	9042	10759	流动负债合计	9250	15317	14100	22100
%营业收入	30%	27%	27%	27%	长期借款	89	89	89	89
所得税费用	467	899	1163	1385	应付债券	0	0	0	0
净利润	3169	6086	7879	9375	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3171	6088	7883	9379	其他非流动负债	239	239	239	239
少数股东损益	-2	-3	-4	-5	负债合计	9577	15645	14427	22427
EPS (元)	3.51	4.78	6.19	7.37	归属于母公司所有者权益	10311	16399	24282	33661
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	18	16	12	7
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	10329	16415	24294	33668
经营活动现金流净额	3986	8526	9684	10866	负债及股东权益	19907	32060	38721	56095
取得投资收益收回现金	0	155	0	0	基本指标				
长期股权投资	-87	-58	-68	-65		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-1284	-864	-935	-915	每股收益	3.51	4.78	6.19	7.37
其他	1195	0	0	0	每股经营现金流	4.39	6.70	7.61	8.53
投资活动现金流净额	-177	-768	-1003	-980	市盈率	24.56	19.84	15.32	12.88
债券融资	0	0	0	0	市净率	7.60	7.37	4.97	3.59
股权融资	381	0	0	0	EV/EBITDA	20.51	14.78	11.03	8.43
银行贷款增加 (减少)	2382	500	500	500	总资产收益率	15.9%	19.0%	20.4%	16.7%
筹资成本	-2740	-119	-136	-153	净资产收益率	30.8%	37.1%	32.5%	27.9%
其他	-1834	0	0	0	净利率	25.9%	23.6%	23.8%	23.2%
筹资活动现金流净额	-1812	381	364	347	资产负债率	48.1%	48.8%	37.3%	40.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1997	8140	9046	10234	总资产周转率	0.70	0.99	0.94	0.85

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。