

阳光电源 (300274.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

Q1 业绩超预期，盈利能力显著提升

业绩简评

2023年4月24日，公司发布年报及一季报，2022年实现营业收入402.6亿元，同比增长67%，实现归母净利润35.9亿元，同比增长127%，处于业绩预告范围内，符合预期。

2023年一季度实现营业收入125.8亿元，同比增长175%，实现归母净利润15.1亿元，同比增长267%，业绩超预期。

经营分析

逆变器出货同增64%，盈利能力保持稳定：2022年逆变器全球出货77GW，同比增长64%，其中渠道发货90万台。逆变器业务实现收入157亿元，同比增长74%，毛利率33.22%，同比基本持平。2022年公司凭借领先的产品研发能力，在全球主流市场占有率继续稳居第一。

储能系统出货同增157%，毛利率大幅提升：2022年储能系统全球发货7.7GWh，同比增长157%，连续七年位居国内企业第一。储能系统业务实现收入101亿元，同比增长223%，毛利率23.24%，同比提升9.13pct，灵活的价格机制、优秀的产品力及规模优势共促公司储能业务盈利水平大幅提升。公司在2022年推出业界首款全系列液冷储能解决方案，继续引领市场发展方向。

Q1收入兑现高增长，净利率同、环比显著提升：公司2023Q1毛利率为28.00%，同比降低1.48pct，环比增加4.46pct，净利率12.16%，同比增加2.91pct，环比增加3.47pct。一季度公司海外收入占比环比有所提升，带动公司毛利率环比提升，同时得益于储能收入规模的高速增长，公司各项费用率迅速摊薄，2023Q1销售、管理、研发费用率合计12.09%，同比下降5.95pct。

硅料、碳酸锂降价周期，公司业绩有望持续超预期：公司逆变器、储能系统及电站系统集成业务主要应用在大型地面光伏/储能领域，后者的景气度对原材料价格较为敏感，在今年硅料、碳酸锂价格向下周期中，公司相关业务的收入及净利润有望持续超预期。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司一季度盈利能力超预期，上调公司2023/2024年归母净利润分别为75.46(+12%)、94.64(+11%)亿元，预计2025年归母净利润为115.32亿元，对应EPS为5.08、6.37、7.76元，对应PE估值为20.35、16.23、13.32倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；原材料涨价超预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：103.40元

相关报告：

1.《阳光电源公司点评：业绩超预期·储能业务表现亮眼》·2023.1.20

2.《储能表现亮眼·看好集中式业务弹性-阳光电源22Q3业绩点评》·2022.10.27

3.《业绩符合预期·EPC毛利率改善明显-阳光电源2022年中报点...》，2022.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,137	40,257	79,533	104,816	132,600
营业收入增长率	25.15%	66.79%	97.56%	31.79%	26.51%
归母净利润(百万元)	1,583	3,593	7,546	9,464	11,532
归母净利润增长率	-19.01%	127.04%	110.01%	25.42%	21.85%
摊薄每股收益(元)	1.07	2.42	5.08	6.37	7.76
每股经营性现金流净额	-1.10	0.82	-0.06	-0.62	3.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.11%	19.25%	28.55%	26.81%	25.03%
P/E	136.82	46.21	20.35	16.23	13.32
P/B	13.83	8.90	5.81	4.35	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,286	24,137	40,257	79,533	104,816	132,600
增长率		25.2%	66.8%	97.6%	31.8%	26.5%
主营业务成本	-14,837	-18,765	-30,376	-60,673	-80,685	-102,464
%销售收入	76.9%	77.7%	75.5%	76.3%	77.0%	77.3%
毛利	4,449	5,371	9,881	18,860	24,132	30,136
%销售收入	23.1%	22.3%	24.5%	23.7%	23.0%	22.7%
营业税金及附加	-63	-82	-143	-398	-524	-663
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-973	-1,583	-3,169	-5,567	-7,337	-9,282
%销售收入	5.0%	6.6%	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-396	-491	-612	-1,034	-1,363	-1,724
%销售收入	2.1%	2.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-806	-1,161	-1,692	-2,386	-3,144	-3,978
%销售收入	4.2%	4.8%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,210	2,054	4,265	9,475	11,763	14,489
%销售收入	11.5%	8.5%	10.6%	11.9%	11.2%	10.9%
财务费用	-261	-283	477	-302	-405	-536
%销售收入	1.4%	1.2%	-1.2%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-76	-481	-831	-582	-612	-884
公允价值变动收益	2	66	-30	0	0	0
投资收益	136	355	40	0	0	0
%税前利润	6.2%	18.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,168	1,898	4,141	8,591	10,747	13,070
营业利润率	11.2%	7.9%	10.3%	10.8%	10.3%	9.9%
营业外收支	13	-5	-7	0	0	0
税前利润	2,182	1,893	4,134	8,591	10,747	13,070
利润率	11.3%	7.8%	10.3%	10.8%	10.3%	9.9%
所得税	-206	-189	-439	-945	-1,182	-1,438
所得税率	9.4%	10.0%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,976	1,704	3,695	7,646	9,564	11,632
少数股东损益	21	121	102	100	100	100
归属于母公司的净利润	1,954	1,583	3,593	7,546	9,464	11,532
净利率	10.1%	6.6%	8.9%	9.5%	9.0%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,976	1,704	3,695	7,646	9,564	11,632
少数股东损益	21	121	102	100	100	100
非现金支出	319	829	1,299	989	1,079	1,404
非经营收益	-53	-544	-156	786	614	552
营运资金变动	847	-3,627	-3,628	-9,511	-12,182	-7,958
经营活动现金净流	3,089	-1,639	1,210	-90	-925	5,629
资本开支	-953	-1,653	-1,517	-804	-1,280	-1,380
投资	705	-2,202	1,849	-320	-80	-80
其他	134	142	14	-200	-100	-100
投资活动现金净流	-114	-3,713	346	-1,324	-1,460	-1,560
股权募资	76	4,179	15	521	0	0
债权募资	-66	1,370	3,192	2,957	556	-2,304
其他	-204	-370	-1,460	-851	-1,308	-1,424
筹资活动现金净流	-193	5,179	1,747	2,627	-751	-3,727
现金净流量	2,712	-193	3,242	1,213	-3,137	342

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,417	7,790	11,667	12,714	9,382	9,527
应收款项	9,630	11,242	17,101	26,220	34,555	43,449
存货	3,873	10,768	19,060	28,508	38,596	49,856
其他流动资产	2,332	6,508	4,166	8,508	10,893	12,955
流动资产	23,253	36,307	51,994	75,949	93,426	115,787
%总资产	83.0%	84.8%	84.4%	87.8%	88.8%	89.8%
长期投资	764	368	884	1,204	1,384	1,564
固定资产	3,453	4,670	5,732	6,297	6,826	7,321
%总资产	12.3%	10.9%	9.3%	7.3%	6.5%	5.7%
无形资产	163	198	439	654	786	908
非流动资产	4,750	6,533	9,632	10,528	11,821	13,161
%总资产	17.0%	15.2%	15.6%	12.2%	11.2%	10.2%
资产总计	28,003	42,840	61,626	86,478	105,247	128,949
短期借款	396	1,730	2,232	3,250	3,806	1,503
应付款项	12,326	18,266	26,686	38,329	52,582	66,775
其他流动负债	2,306	3,512	6,550	8,957	3,689	4,361
流动负债	15,027	23,507	35,469	50,536	60,078	72,638
长期贷款	1,781	1,891	4,162	6,594	6,594	6,594
其他长期负债	330	738	2,259	1,741	1,998	2,279
负债	17,138	26,136	41,889	58,871	68,670	81,511
普通股股东权益	10,456	15,655	18,666	26,436	35,307	46,067
其中：股本	1,457	1,485	1,485	1,485	1,485	1,485
未分配利润	5,277	6,533	9,613	16,863	25,733	36,493
少数股东权益	409	1,049	1,071	1,171	1,271	1,371
负债股东权益合计	28,003	42,840	61,626	86,478	105,247	128,949

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.341	1.066	2.419	5.081	6.373	7.765
每股净资产	7.175	10.541	12.568	17.800	23.773	31.017
每股经营现金净流	2.120	-1.103	0.815	-0.061	-0.623	3.790
每股股利	0.070	0.140	0.111	0.200	0.400	0.520
回报率						
净资产收益率	18.69%	10.11%	19.25%	28.55%	26.81%	25.03%
总资产收益率	6.98%	3.69%	5.83%	8.73%	8.99%	8.94%
投入资本收益率	15.33%	9.09%	14.58%	22.51%	22.28%	23.21%
增长率						
主营业务收入增长率	48.31%	25.15%	66.79%	97.56%	31.79%	26.51%
EBIT增长率	92.80%	-7.07%	107.66%	122.16%	24.15%	23.17%
净利润增长率	118.96%	-19.01%	127.04%	110.01%	25.42%	21.85%
总资产增长率	22.72%	52.98%	43.85%	40.33%	21.70%	22.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	125.5	115.9	102.2	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	88.7	142.4	179.2	175.0	180.0	185.0
应付账款周转天数	154.5	160.8	139.7	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	61.3	64.2	41.2	21.6	16.8	13.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.43%	-47.78%	-34.27%	-15.80%	-1.29%	-6.16%
EBIT利息保障倍数	8.5	7.3	-8.9	31.4	29.1	27.0
资产负债率	61.20%	61.01%	67.97%	68.08%	65.25%	63.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-09	买入	159.76	192.00~192.00
2	2021-08-29	买入	149.18	192.00~192.00
3	2021-10-29	买入	171.00	227.00
4	2022-04-20	买入	90.10	N/A
5	2022-05-15	买入	71.50	N/A
6	2022-08-28	买入	131.65	N/A
7	2022-10-27	买入	132.70	N/A
8	2023-01-20	买入	120.10	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

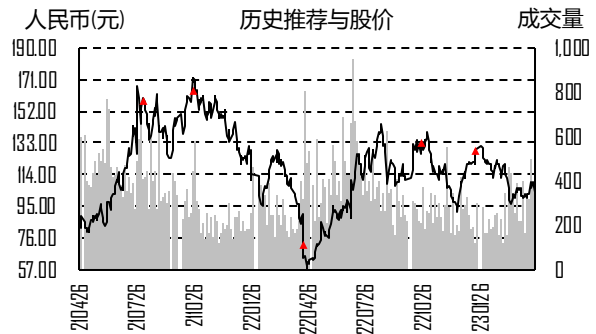
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402