

# 阳光电源 (300274)

## 2022 年年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩大超预期, 龙头持续向阳而行!

买入 (维持)

2023 年 04 月 25 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  
guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	40,257	66,252	94,212	124,477
同比	67%	65%	42%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	3,593	7,156	9,843	12,856
同比	127%	99%	38%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.42	4.82	6.63	8.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.74	21.46	15.60	11.95

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023Q1 季报, 2022 年营业收入 403 亿元, 同比 67%, 归母净利润 35.9 亿元, 同比+127%, 其中 Q4 营业收入 180 亿元, 同比+106%, 归母净利润 15 亿元, 同增 1867%。2023Q1 营业收入 125.8 亿元, 同比+175%, 环比-30%; 归母净利润 15 亿元, 同比+267%, 环比-1.6%, 毛利率 28%, 同比-1.5pct, 环比+4.5pct, 归母净利率 12%, 同比+3pct, 环比-3.5pct, Q1 规模效应凸现, 费用率降至 13%, 同比-7.2pct, Q1 业绩超市场预期!
- **海外占比提升+IGBT 模块紧缺、2023Q1 盈利表现亮眼!** 公司 2022 年逆变器营业收入 157 亿元, 同比+74%, 出货 77GW, 同比+64%+, 其中渠道发货 90 万台, Q4 出货约 27GW, 环比+35%, 受益 IGBT 模块紧缺, 公司保供能力强, 涨价带来毛利率环比提升约 1pct, 贡献利润约 9-10 亿元; 2023Q1 营业收入超 46 亿元, 受海外占比提升 (超 50%) +模块紧缺大型机+hybrid 占比提升盈利上行, 2023Q1 净利率提升至 22%左右, 贡献约 10 亿利润, 超市场预期! 我们预计全年出货 120-140GW, 同比+70%, 需求放量, 同时 IGBT 模块全年呈现紧缺, 龙头盈利将持续亮眼。
- **储能出货超预期、2023 年继续量利双升!** 2022 年储能实现营收 101 亿元, 同比+223%, 全年出货 7.7GWh, 同比+170%+, 其中 2022Q4 出货超 4GWh, 达新高; 2023Q1 储能实现营收约 36 亿元, 规模效应+碳酸锂降价, 净利率达 12%左右, 贡献约 4-4.5 亿元, 公司作为中美市场大储龙头, 充分受益, 我们预计全年储能出货 16-18GWh, 其中大储 15GWh+, 户储 30 万套左右, 碳酸锂价格下行+模块紧缺, 继续量利双升!
- **电站 2023H2 盈利可期、新业务逐步扭亏为盈。** 1) 2022 年电站集成营业收入 116 亿元, 同比+20%, 因组件价格维持高位, 利润贡献较小, Q1 营业收入约 36 亿元, 净利率开始逐步修复, 下半年旺季更明显, 预计 2023 全年收入 150-200 亿元, 其中分布式电站开发 4GW 左右占主导; 2) 风电变流器 2022 营业收入 14.6 亿元, 出货 23GW, 其中 Q4 出货 9GW+, 我们预计 2023 年保持 30%以上市占率; 3) 氢能保持 1.5 亿前瞻投资, 电控、水面光伏、智能运维等体量逐步扩大。
- **投资建议:** 基于 IGBT 模块紧缺+储能及海外占比提升+规模效应凸显, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 71.6/98.4/128.6 亿元 (2023/2024 年前值为 65.7/87.3 亿元), 同比+ 99%/38%/31%, 考虑公司储能高增, 大机盈利上行, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 167 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)	103.40
一年最低/最高价	56.01/149.00
市净率(倍)	7.61
流通 A 股市值(百万元)	116,761.62
总市值(百万元)	153,568.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.59
资产负债率(% ,LF)	66.85
总股本(百万股)	1,485.19
流通 A 股(百万股)	1,129.22

### 相关研究

《阳光电源(300274): 2022 年业绩预告点评: 非线性的增长》

2023-01-20

《阳光电源(300274): 2022Q3 业绩点评: 逆变器出货高增, 储能爆发在即【勘误版】》

2022-10-27

## 图表目录

图 1: 2022 年营业收入 402.57 亿元, 同比+66.79% (亿元, %)	3
图 2: 2022 年归母净利润 35.93 亿元, 同比+127.04% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q1 营业收入 125.80 亿元, 同比+175.42% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q1 归母净利润 15.08 亿元, 同比+266.90% (亿元, %)	4
图 5: 2022 年毛利率、净利率分别为 24.55%、8.93%	4
图 6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 28.00%、11.98%	4
图 7: 2022 年期间费用 49.96 亿元, 同比+42.02% (亿元, %)	5
图 8: 2023Q1 期间费用 16.31 亿元, 同比+77.11% (亿元, %)	5
图 9: 2022 年期间费用率 12.41%, 同比-2.17pct (%)	6
图 10: 2023Q1 期间费用率 12.96%, 同比-7.19pct (%)	6
图 11: 2022 年经营活动现金净流入 12.10 亿元, 同比+173.87% (亿元, %)	6
图 12: 2023Q1 经营活动现金净流出-7.94 亿元, 同比+2.81% (亿元, %)	6
图 13: 2022 年期末合同负债 37.88 亿元, 同比+121.04% (亿元, %)	7
图 14: 2023Q1 期末合同负债 39.14 亿元, 同比+86.18% (亿元, %)	7
表 1: 2022 年收入 402.57 亿元, 同比增长 66.79%; 归母净利润 35.93 亿元, 同比增长 127.04% (单位: 亿元)	3

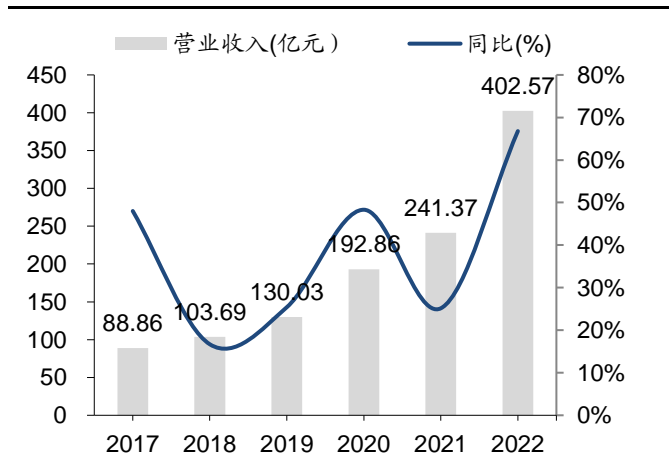
**事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 402.57 亿元, 同增 66.79%, 归母净利润 35.93 亿元, 同增 127.04%, 毛利率 24.55%, 同增 2.29pct, 归母净利率 8.93%, 同增 2.37pct; 2022Q4 公司实现营收 180.33 亿元, 同增 105.79%, 归母净利润 15.33 亿元, 同增 1866.88%, 毛利率 23.54%, 同增 10.36pct, 归母净利率 8.5%, 同增 7.61pct; 2023Q1 公司实现营收 125.8 亿元, 同增 175.42%, 环降 30.24%; 归母净利 15.08 亿元, 同增 266.90%, 环降 1.64%。2023Q1 毛利率 28.00%, 同降 1.48pct, 环增 4.46pct; 2023Q1 归母净利率 11.98%, 同增 2.99pct, 环增 3.48pct。

表1: 2022 年收入 402.57 亿元, 同比增长 66.79%; 归母净利润 35.93 亿元, 同比增长 127.04% (单位: 亿元)

阳光电源	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	402.57	241.37	66.8%	125.80	45.68	175.4%	180.33	-30.2%
营业成本	303.76	187.65	0.0%	90.58	32.21	0.0%	137.87	-34.3%
毛利率	24.5%	22.3%	2.29pct	28.0%	29.5%	-1.48pct	23.5%	4.46pct
营业利润	41.41	18.98	118.2%	17.75	4.79	270.5%	17.06	4.0%
利润总额	41.34	18.93	118.4%	17.87	4.89	265.1%	16.85	6.0%
归属母公司净利润	35.93	15.83	127.0%	15.08	4.11	266.9%	15.33	-1.6%
扣非归母净利润	33.86	13.35	153.7%	14.59	3.71	293.6%	14.84	-1.7%
归母净利率	8.9%	6.6%	2.37pct	12.0%	9.0%	2.99pct	8.5%	3.48pct
扣非归母净利率	8.4%	5.5%	2.88pct	11.6%	8.1%	3.48pct	8.2%	3.37pct

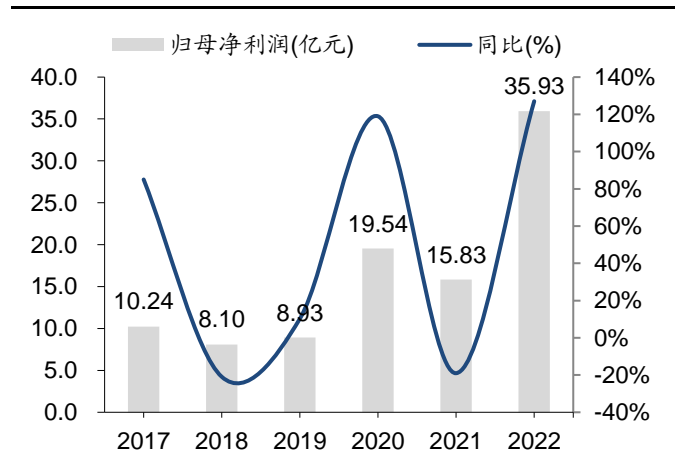
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年营业收入 402.57 亿元, 同比+66.79% (亿元, %)



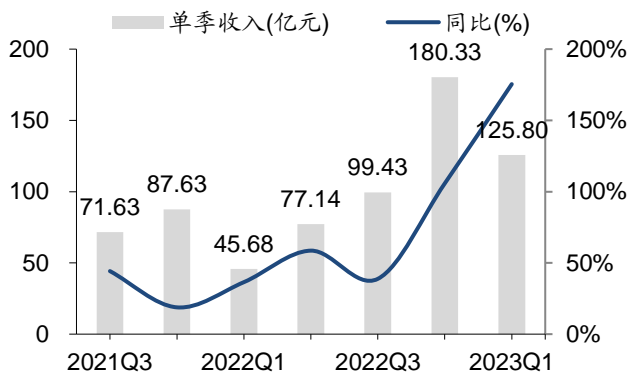
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 35.93 亿元, 同比+127.04% (亿元, %)



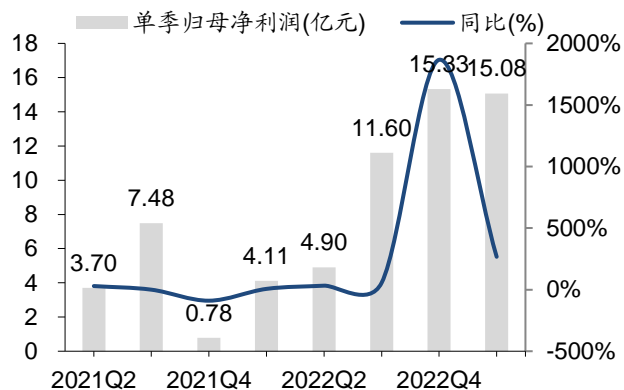
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q1 营业收入 125.80 亿元, 同比+175.42%(亿元, %)



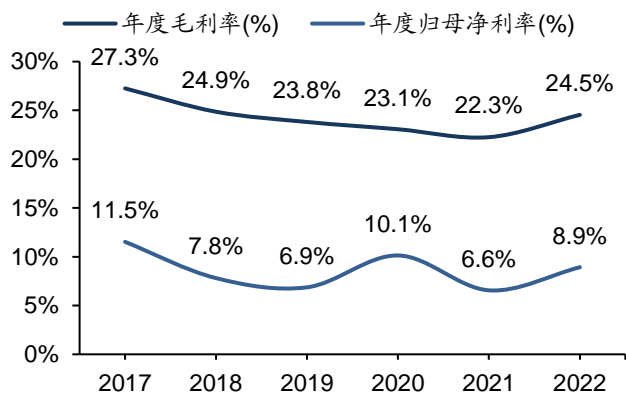
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 归母净利润 15.08 亿元, 同比+266.90%(亿元, %)



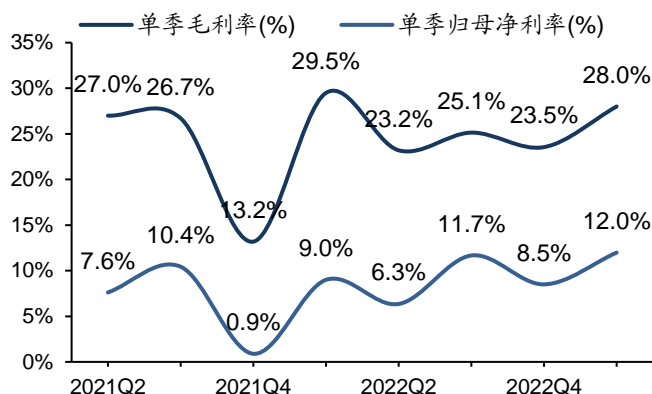
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率分别为 24.55%、8.93%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 28.00%、11.98%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

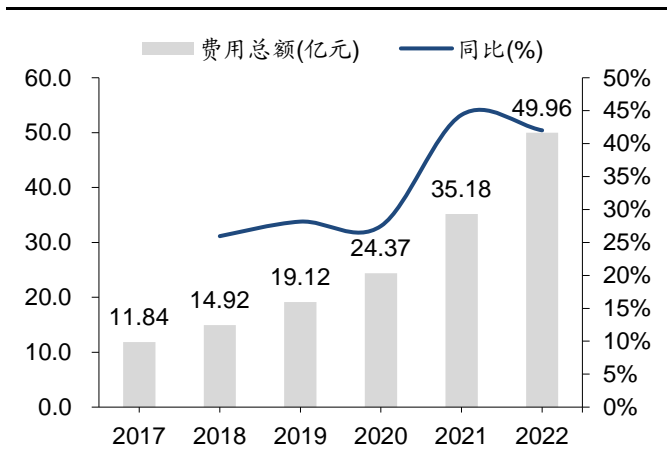
**海外占比提升+IGBT 模块紧缺, 2023Q1 盈利表现亮眼!** 公司 2022 年逆变器营业收入 157 亿元, 同比+74%, 出货 77GW, 同比+64%+, 其中渠道发货 90 万台, Q4 出货约 27GW, 环比+35%, 受益 IGBT 模块紧缺, 公司保供能力强, 涨价带来毛利率环比提升约 1pct, 贡献利润约 9-10 亿元; 2023Q1 营业收入超 46 亿元, 受海外占比提升(超 50%)+模块紧缺大型机+hybrid 占比提升盈利上行, 2023Q1 净利率提升至 22%左右, 贡献约 10 亿利润, 超市场预期! 我们预计全年出货 120-140GW, 同比+70%, 需求放量, 同时 IGBT 模块全年呈现紧缺, 龙头盈利将持续亮眼。

**储能出货超预期, 2023 年继续量利双升!** 2022 年储能实现营收 101 亿元, 同比+223%, 全年出货 7.7GWh, 同比+170%+, 其中 2022Q4 出货超 4GWh, 达新高; 2023Q1 储能实现营收约 36 亿元, 规模效应+碳酸锂降价, 净利率达 12%左右, 贡献约 4-4.5 亿元, 公司作为中美市场大储龙头, 充分受益, 我们预计全年储能出货 16-18GWh, 其中大储 15GWh+, 户储 30 万套左右, 碳酸锂价格下行+模块紧缺, 继续量利双升!

**电站 2023H2 盈利可期，新业务逐步扭亏为盈。** 1) 2022 年电站集成营业收入 116 亿元，同比+20%，因组件价格维持高位，利润贡献较小，2023Q1 营业收入约 36 亿元，净利率开始逐步修复，下半年旺季更明显，预计 2023 全年收入 150-200 亿元，其中分布式电站开发 4GW 左右占主导；2) 风电变流器 2022 营业收入 14.6 亿元，出货 23GW，其中 Q4 出货 9GW+，我们预计 2023 年保持 30%以上市占率；3) 氢能保持 1.5 亿前瞻投资，电控、水面光伏、智能运维等体量逐步扩大。

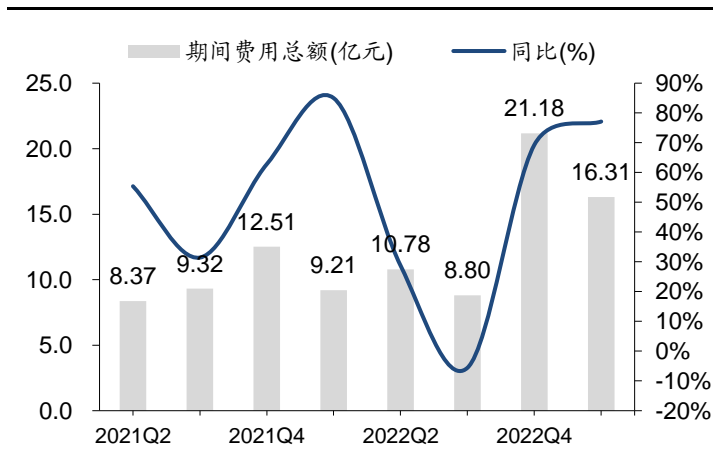
**规模优势放大，费用率明显下降。** 公司 2022 年期间费用合计 49.96 亿元，同比增长 42.02%；期间费用率为 12.41%，同比下降 2.17pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 100.26%、上升 24.69%、上升 45.70%、下降-268.48%至 31.69 亿元、6.12 亿元、16.92 亿元、-4.77 亿元；费用率分别上升 1.21、下降 1.13、下降 3.36、下降 0.61 个百分点至 7.87%、5.72%、-1.19%、4.20%。公司 2023Q1 期间费用合计 16.31 亿元，同比增长 77.11%，环比下降 23.02%；期间费用率为 12.96%，同比下降 7.19pct，环比增长 1.22pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 140.19%、上升 26.54%、上升 43.80%、上升 14.46%至 8.99 亿元、1.89 亿元、4.31 亿元、1.11 亿元；费用率分别同比下降 1.05、下降 1.77、下降 3.14、下降 1.24 个百分点至 7.15%、1.51%、3.43%、0.88%。

图7：2022 年期间费用 49.96 亿元，同比+42.02%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

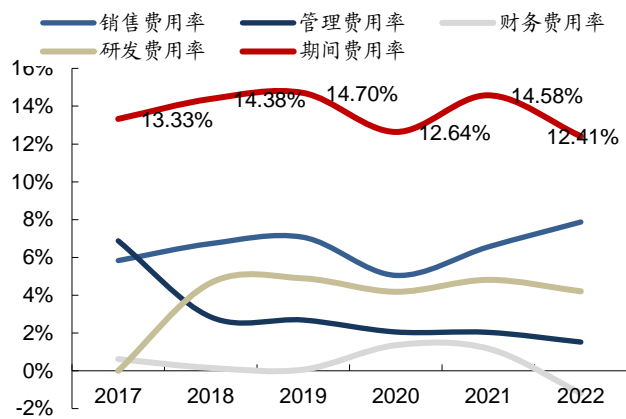
图8：2023Q1 期间费用 16.31 亿元，同比+77.11%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

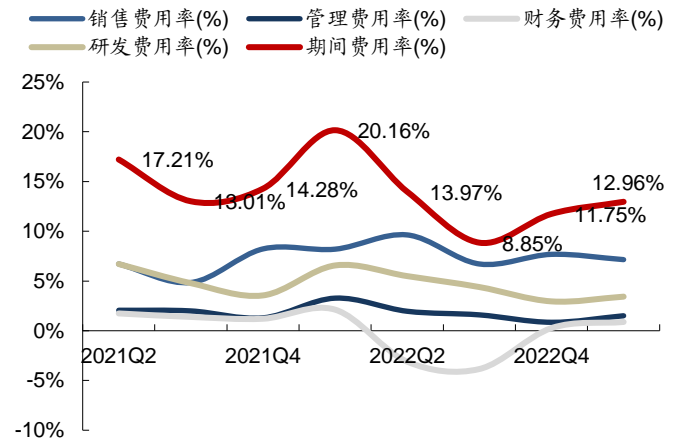


图9: 2022 年期间费用率 12.41%，同比-2.17pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

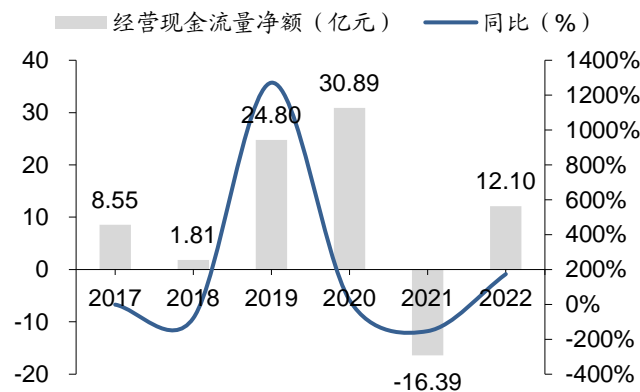
图10: 2023Q1 期间费用率 12.96%，同比-7.19pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

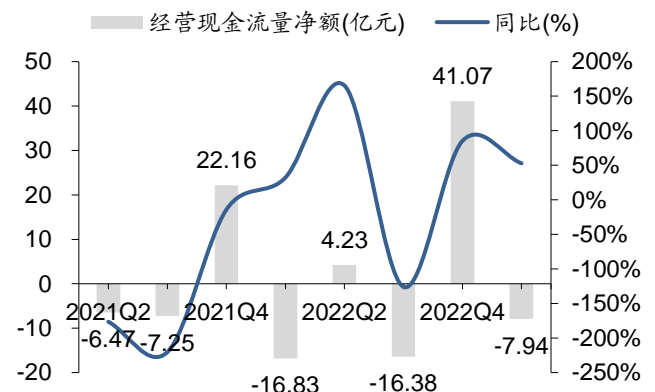
**现金流转正，合同负债同比增长。**2022 年经营活动现金流量净流入 12.10 亿元，同比增长 173.87%。销售商品取得现金 381.13 亿元，同比增长 67.55%。期末合同负债 37.88 亿元，同比增长 121.04%。期末应收账款 138.04 亿元，同比增长 57.79%。应收账款周转天数同比下降 13.51 天至 100.84 天。期末存货 190.6 亿元，同比上升 77.02%。存货周转天数同比上升 29.64 天至 192.49 天。

图11: 2022 年经营活动现金净流入 12.10 亿元，同比 +173.87% (亿元，%)



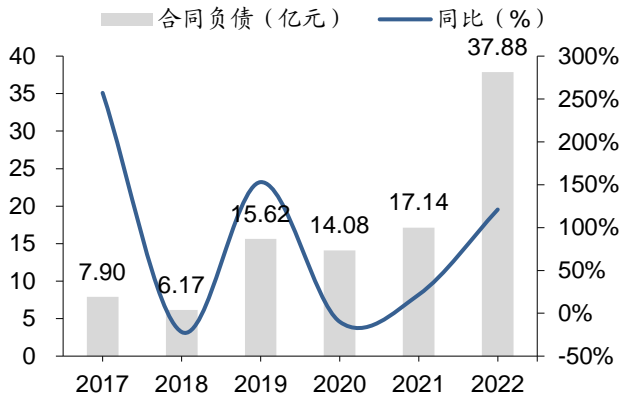
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1 经营活动现金净流出-7.94 亿元，同比 +2.81% (亿元，%)



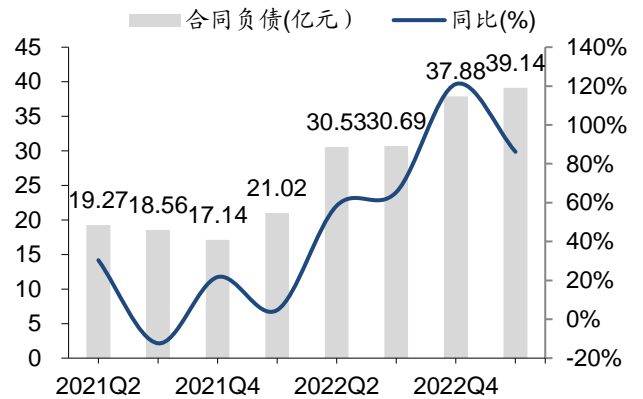
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022 年期末合同负债 37.88 亿元, 同比+121.04% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 39.14 亿元, 同比+86.18% (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 IGBT 模块紧缺+储能及海外占比提升+规模效应凸显, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 71.6/98.4/128.6 亿元 (2023/2024 年前值为 65.7/87.3 亿元), 同比+ 99%/38%/31%, 考虑公司储能高增, 大机盈利上行, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 167 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

阳光电源三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>51,994</b>	<b>79,680</b>	<b>113,401</b>	<b>151,088</b>	<b>营业总收入</b>	<b>40,257</b>	<b>66,252</b>	<b>94,212</b>	<b>124,477</b>
货币资金及交易性金融资产	13,157	20,404	23,181	32,739	营业成本(含金融类)	30,376	49,479	70,960	94,357
经营性应收款项	16,312	28,893	41,298	54,063	税金及附加	143	232	311	398
存货	19,060	24,049	39,864	52,712	销售费用	3,169	4,903	6,830	8,838
合同资产	1,292	3,070	4,238	5,120	管理费用	612	941	1,300	1,618
其他流动资产	2,173	3,265	4,820	6,454	研发费用	1,692	2,650	3,627	4,543
<b>非流动资产</b>	<b>9,632</b>	<b>10,980</b>	<b>12,327</b>	<b>13,513</b>	财务费用	-477	206	359	543
长期股权投资	228	348	418	468	加:其他收益	221	265	283	249
固定资产及使用权资产	5,103	6,919	8,408	9,670	投资净收益	40	133	188	249
在建工程	1,189	671	519	431	公允价值变动	-30	50	50	60
无形资产	340	276	156	65	减值损失	-831	-170	-180	-160
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	99	73	53	56	<b>营业利润</b>	<b>4,141</b>	<b>8,119</b>	<b>11,166</b>	<b>14,578</b>
其他非流动资产	2,673	2,693	2,773	2,823	营业外净收支	-7	-6	-6	-2
<b>资产总计</b>	<b>61,626</b>	<b>90,660</b>	<b>125,728</b>	<b>164,600</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,134</b>	<b>8,113</b>	<b>11,160</b>	<b>14,576</b>
<b>流动负债</b>	<b>35,469</b>	<b>57,090</b>	<b>82,004</b>	<b>107,648</b>	减:所得税	439	811	1,116	1,458
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,232	3,432	4,732	6,692	<b>净利润</b>	<b>3,695</b>	<b>7,302</b>	<b>10,044</b>	<b>13,118</b>
经营性应付款项	25,926	44,057	63,642	83,059	减:少数股东损益	102	146	201	262
合同负债	3,788	4,602	6,599	8,775	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,593</b>	<b>7,156</b>	<b>9,843</b>	<b>12,856</b>
其他流动负债	3,522	5,000	7,031	9,122	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	4.82	6.63	8.66
非流动负债	6,421	6,531	6,641	6,751	EBIT	3,665	8,048	11,184	14,723
长期借款	4,162	4,272	4,382	4,492	EBITDA	4,133	8,245	11,462	15,073
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.55	25.32	24.68	24.20
租赁负债	431	431	431	431	归母净利率(%)	8.93	10.80	10.45	10.33
其他非流动负债	1,828	1,828	1,828	1,828	收入增长率(%)	66.79	64.57	42.20	32.12
<b>负债合计</b>	<b>41,889</b>	<b>63,621</b>	<b>88,645</b>	<b>114,399</b>	归母净利润增长率(%)	127.04	99.14	37.56	30.60
归属母公司股东权益	18,666	25,822	35,666	48,522					
少数股东权益	1,071	1,217	1,418	1,680					
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,737</b>	<b>27,039</b>	<b>37,083</b>	<b>50,202</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>61,626</b>	<b>90,660</b>	<b>125,728</b>	<b>164,600</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,210	7,466	2,997	9,050	每股净资产(元)	12.57	17.39	24.01	32.67
投资活动现金流	346	-2,418	-2,043	-1,889	最新发行在外股份(百万股)	1,485	1,485	1,485	1,485
筹资活动现金流	1,747	1,149	1,174	1,736	ROIC(%)	13.89	23.47	24.61	24.44
现金净增加额	3,242	6,197	2,128	8,897	ROE-摊薄(%)	19.25	27.71	27.60	26.50
折旧和摊销	468	197	279	350	资产负债率(%)	67.97	70.18	70.51	69.50
资本开支	-1,517	-1,405	-1,468	-1,433	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.74	21.46	15.60	11.95
营运资本变动	-3,765	-574	-7,985	-5,062	P/B(现价)	8.23	5.95	4.31	3.16

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>

