

# 阳光电源（300274）：逆变器和储能出货增长，全年业绩符合预期

——2022 年年报及 23 年一季报点评

2023 年 4 月 27 日

推荐/维持

阳光电源 公司报告

**财务要点：**公司披露 2022 年年报，实现收入 402.57 亿元，同比增长 66.79%；实现归母净利润 35.93 亿元，同比增长 127.04%。2023Q1 实现收入 125.80 亿，同比增长 175.42%，归母净利润 15.08 亿，同比增长 266.90%。

**逆变器和储能出货快速增长，全年业绩符合预期。**22 年公司营收增长 66.79%，收入快速增长主要得益于主业光伏逆变器与储能系统出货量的快速提升，两大主业营收增速分别为 73.66%、222.74%。23 年 Q1 营收爆发增长，主要是由于 1) Q1 尤其是 3 月，海外光伏需求持续旺盛，出口数据较好，公司逆变器及储能出口态势良好；2) 去年 Q1 由于上游关键原材料功率器件物料紧张，叠加疫情，出货受较大影响基数较低。公司利润增速远远快于营收增速，主要是由于运费较去年大幅回落、终端地面电站建设需求回升、储能业务罚金影响消除等因素，使得公司主要业务盈利能力回升明显。23Q1 期间费用 12.96%，同比下降 7.2bp，毛利率、净利率分别为 28.00%、12.16%，较 22 年 Q4 分别提升 4.46%、3.47%。

**硅料价格下跌周期已至，地面电站大年大储需求增长可期。**去年全年国内光伏新增装机 87.41GW，由于组件价格高企，地面电站需求释放被压制延期，导致地面电站占比仅 41.5%。随着硅料价格回落，今年地面电站装机占比将继续提升，公司作为大逆变器及大储龙头，将受益地面电站需求边际好转。

**看好公司主业长期发展。**1) 公司凭借低成本创新能力，不断推出性价比优势突出的电能变换产品，已在全球建立声誉，目前全球市占率约 30%，公司已建立的渠道、品牌、产品力壁垒，构成了竞争护城河。2) 公司正发力储能系统、风电变流器和光伏户用产品等多个领域，在逆变器领域公司积累的技术、渠道等方面的协同将支持各项主业共同发展，多点开花。

**盈利预测：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 62.06/89.58/124.59 亿元，EPS 分别为 4.18/6.03/8.39 元，对应 2023.4.25 收盘价 102.45 元，PE 分别为 25/17/12。维持公司“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求或不及预期；原材料价格或大幅波动。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,136.60	40,257.24	64,177.62	90,575.27	122,370.24
增长率(%)	25.15%	66.79%	59.42%	41.13%	35.10%
归母净利润(百万元)	1,582.71	3,593.41	6,206.01	8,957.69	12,459.49
增长率(%)	-19.01%	127.04%	72.71%	44.34%	39.09%
净资产收益率(%)	10.11%	19.25%	25.39%	27.33%	28.08%
每股收益(元)	1.07	2.42	4.18	6.03	8.39
PE	96.14	42.34	24.52	16.99	12.21
PB	9.72	8.15	6.23	4.64	3.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司主要产品与业务有光伏逆变器、风电变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏设备、智慧能源运维服务等，是国内最大的光伏逆变器制造商。

(资料来源：公司招股说明书及 2022 年年报)

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

## 交易数据

52 周股价区间(元)	149.00/56.01
总市值(亿元)	1522
流通市值(亿元)	1157
总股本/流通 A 股(万股)	148519/112922
流通 B 股/H 股(万股)	
52 周日均换手率	2.60

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

## 研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

## 研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	36,307.43	51,993.73	79,666.96	112,101.13	151,225.73	<b>营业收入</b>	24,136.60	40,257.24	64,177.62	90,575.27	122,370.24
货币资金	7,790.14	11,666.60	19,253.28	27,172.58	36,711.07	<b>营业成本</b>	18,765.23	30,375.81	48,290.54	68,724.81	93,457.87
应收账款	11,659.59	17,220.48	30,358.35	42,845.40	57,885.59	营业税金及附加	82.49	142.61	218.67	308.62	416.95
其他应收款	799.33	946.58	1,171.81	2,348.32	3,314.24	营业费用	1,582.58	3,169.26	4,436.97	5,768.06	7,210.07
预付款项	359.82	382.89	862.98	1,217.94	1,645.47	管理费用	491.05	612.31	857.24	1,114.41	1,393.02
存货	10,767.52	19,060.14	23,539.20	33,499.88	45,556.00	财务费用	283.26	-477.24	260.56	269.69	222.17
其他流动资产	4,783.78	2,491.80	3,304.83	4,051.10	4,949.96	研发费用	1,161.39	1,692.16	2,369.02	3,079.72	3,849.66
<b>非流动资产合计</b>	6,532.70	9,632.49	8,605.01	7,640.19	6,693.72	资产减值损失	-481.17	-831.11	-952.57	-1,344.39	-1,816.31
长期股权投资	115.16	228.28	231.16	234.04	236.92	公允价值变动收益	66.44	-29.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,590.38	5,103.26	4,470.82	3,807.35	3,112.84	投资净收益	354.97	40.34	176.96	176.96	176.96
无形资产	174.39	340.37	283.65	226.92	170.19	加:其他收益	186.75	219.19	188.02	188.02	188.02
其他非流动资产	1,204.77	2,673.15	2,579.44	2,579.44	2,579.44	<b>营业利润</b>	1,897.58	4,141.14	7,157.03	10,330.54	14,369.17
<b>资产总计</b>	42,840.13	61,626.21	88,271.96	119,741.32	157,919.45	营业外收入	17.12	9.16	20.63	20.63	20.63
<b>流动负债合计</b>	23,507.36	35,468.60	57,434.76	81,489.98	108,768.24	营业外支出	22.02	16.34	20.26	20.26	20.26
短期借款	1,524.58	1,422.19	4,289.52	5,983.18	6,221.75	<b>利润总额</b>	1,892.67	4,133.96	7,157.40	10,330.91	14,369.54
应付账款	17,764.84	25,925.99	42,096.42	59,909.64	81,470.24	所得税	188.68	438.53	716.24	1,033.81	1,437.95
其他流动负债	4,217.94	8,120.42	11,048.81	15,597.16	21,076.25	<b>净利润</b>	1,703.99	3,695.44	6,441.16	9,297.10	12,931.59
<b>非流动负债合计</b>	2,629.09	6,420.62	5,088.49	3,825.38	2,655.83	少数股东损益	121.29	102.03	235.15	339.41	472.10
长期借款	2,175.23	4,592.65	3,260.53	1,997.42	827.86	归属母公司净利润	1,582.71	3,593.41	6,206.01	8,957.69	12,459.49
其他非流动负债	453.86	1,827.97	1,827.97	1,827.97	1,827.97	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	26,136.45	41,889.22	62,523.25	85,315.36	111,424.07	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	1,048.61	1,070.69	1,305.84	1,645.25	2,117.35	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,485.22	1,485.19	1,485.19	1,485.19	1,485.19	营业收入增长	25.15%	66.79%	59.42%	41.13%	35.10%
资本公积	6,959.70	7,052.84	7,052.84	7,052.84	7,052.84	营业利润增长	-12.49%	118.23%	72.83%	44.34%	39.09%
未分配利润	7,210.15	10,128.27	15,904.84	24,242.68	35,840.00	归属于母公司净利润增长	-19.01%	127.04%	72.71%	44.34%	39.09%
归属母公司股东权益合计	15,655.06	18,666.31	24,442.87	32,780.71	44,378.03	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	42,840.13	61,626.21	88,271.96	119,741.32	157,919.45	毛利率(%)	22.25%	24.55%	24.75%	24.12%	23.63%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					净利率(%)	7.06%	9.18%	10.04%	10.26%	10.57%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润(%)	3.69%	5.83%	7.03%	7.48%	7.89%
<b>经营活动现金流</b>	-1,682.49	1,126.60	6,604.30	8,241.12	11,416.65	ROE(%)	10.11%	19.25%	25.39%	27.33%	28.08%
净利润	1,703.99	3,695.44	6,112.37	8,968.31	12,602.80	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	303.83	383.81	936.66	967.69	949.35	资产负债率(%)	61%	68%	71%	71%	71%
财务费用	283.26	-477.24	260.56	269.69	222.17	流动比率	1.54	1.47	1.39	1.38	1.39
投资损失	-354.97	-40.34	-176.96	-176.96	-176.96	速动比率	1.03	0.89	0.93	0.92	0.92
营运资金变动	-3,231.08	-3,765.17	-987.73	-2,153.32	-2,546.41	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	-387.52	1,330.10	459.40	365.70	365.70	总资产周转率	0.56	0.65	0.73	0.76	0.77
<b>投资活动现金流</b>	-3,713.21	345.56	137.18	137.18	137.18	应收账款周转率	2.22	2.50	2.28	2.28	2.28
资本支出	1,541.40	152.65	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	1.91	2.26	2.12	2.12	2.12
长期投资	-2,205.67	1,849.23	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	-3,048.94	-1,656.32	137.18	137.18	137.18	每股收益(最新摊薄)	1.07	2.42	4.18	6.03	8.39
<b>筹资活动现金流</b>	5,178.66	1,746.72	845.21	-459.00	-2,015.33	每股净现金流(最新摊薄)	-0.50	1.71	3.73	3.97	4.86
短期借款增加	1,389.46	-102.39	2,867.34	1,693.66	238.57	每股净资产(最新摊薄)	10.54	12.57	16.46	22.07	29.88
长期借款增加	393.99	2,417.41	-1,332.12	-1,263.11	-1,169.55	<b>估值比率</b>					
普通股增加	27.98	-0.02	0.00	0.00	0.00	P/E	96.14	42.34	24.52	16.99	12.21
资本公积增加	3,741.28	93.14	0.00	0.00	0.00	P/B	9.72	8.15	6.23	4.64	3.43
<b>现金净增加额</b>	-236.54	3,158.19	7,586.68	7,919.30	9,538.49	EV/EBITDA	85.52	40.53	17.53	12.27	8.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

## 研究助理简介

### 侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年4月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

### 吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3年投资研究经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526