

阳光电源 (300274.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

逆变器、储能业务量利齐升，经营现金流大幅增长

业绩简评

2023年8月24日，公司披露半年报，上半年实现营收286亿元，同比增长133%；归母净利润43.5亿元，同比增长384%。其中Q2归母净利润28.5亿元，环比增长88.7%，业绩位于预告范围之内，符合预期。

经营分析

受益需求高增及原材料降价，逆变器业务量利双增。上半年逆变器收入116亿元，同比增长83.5%，毛利率39.5%，同比+8.14pct，出货量50GW左右，同比增长61%。受益于国内及海外光伏新增装机高增长，公司逆变器发货量同比大幅增长，同时因IGBT、PCB等原材料成本下降传导至售价端，以及人民币贬值影响，公司逆变器毛利率提升明显。

储能业务毛利率大幅提升。上半年公司储能系统业务收入85亿元，同比增长257%，对应出货量5GWh左右，毛利率30.7%，同比+12.3pct，主要为品牌溢价、规模效应、运费及原材料降价的共同贡献。

经营现金流大幅增长。上半年经营活动现金流47.7亿元，同比增长479%，主要原因为公司海外储能及渠道业务收入增加，回款效率有所提升。

经营效率不断提升，上半年费用率同比下降5.7pct。单二季度净利率17.97%，环比提升5.8pct，主要得益于公司经营效率的不断提升，另外汇兑收益贡献4.06亿元。上半年公司销售费用率6.8%、管理费用率1.26%、研发费用率3.67%，分别同比下降2.29pct、1.19pct、2.22pct，费用率合计同比下降5.7pct。

盈利预测、估值与评级

维持公司2023-2025年归母净利润预测91.44、119.27、150.80亿元，对应EPS为6.16、8.03、10.15元，对应PE为16.13、12.36、9.78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；竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

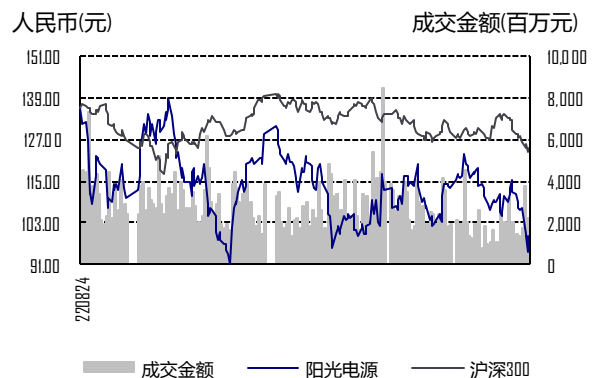
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：99.30元

相关报告：

- 《阳光电源公司点评：业绩预告大超预期·精益管理显现成效》· 2023.8.7
- 《阳光电源点评：Q1业绩超预期·盈利能力显著提升》· 2023.4.24
- 《阳光电源公司点评：业绩超预期·储能业务表现亮眼》· 2023.1.20



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	106,462	136,573
营业收入增长率	25.15%	66.79%	97.56%	33.86%	28.28%
归母净利润(百万元)	1,583	3,593	9,144	11,927	15,080
归母净利润增长率	-19.01%	127.04%	154.46%	30.44%	26.44%
摊薄每股收益(元)	1.07	2.42	6.16	8.03	10.15
每股经营性现金流净额	-1.10	0.82	1.01	0.68	5.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.11%	19.25%	32.62%	30.30%	28.10%
P/E	136.82	46.21	16.13	12.36	9.78
P/B	13.83	8.90	5.26	3.75	2.75

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,286	24,137	40,257	79,533	106,462	136,573	货币资金	7,417	7,790	11,667	12,439	9,629	15,197
增长率		25.2%	66.8%	97.6%	33.9%	28.3%	应收款项	9,630	11,242	17,101	26,220	35,097	44,751
主营业务成本	-14,837	-18,765	-30,376	-59,585	-80,602	-103,537	存货	3,873	10,768	19,060	27,997	38,557	50,378
%销售收入	76.9%	77.7%	75.5%	74.9%	75.7%	75.8%	其他流动资产	2,332	6,508	4,166	8,453	10,947	13,147
毛利	4,449	5,371	9,881	19,948	25,859	33,036	流动资产	23,253	36,307	51,994	75,109	94,230	123,474
%销售收入	23.1%	22.3%	24.5%	25.1%	24.3%	24.2%	%总资产	83.0%	84.8%	84.4%	87.7%	88.9%	90.4%
营业税金及附加	-63	-82	-143	-398	-532	-683	长期投资	764	368	884	1,204	1,384	1,564
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,453	4,670	5,732	6,297	6,826	7,321
销售费用	-973	-1,583	-3,169	-4,931	-6,388	-8,194	%总资产	12.3%	10.9%	9.3%	7.4%	6.4%	5.4%
%销售收入	5.0%	6.6%	7.9%	6.2%	6.0%	6.0%	无形资产	163	198	439	654	786	908
管理费用	-396	-491	-612	-1,034	-1,384	-1,775	非流动资产	4,750	6,533	9,632	10,528	11,821	13,161
%销售收入	2.1%	2.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	17.0%	15.2%	15.6%	12.3%	11.1%	9.6%
研发费用	-806	-1,161	-1,692	-2,386	-3,194	-4,097	资产总计	28,003	42,840	61,626	85,637	106,051	136,635
%销售收入	4.2%	4.8%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	396	1,730	2,232	1,329	300	400
息税前利润 (EBIT)	2,210	2,054	4,265	11,199	14,361	18,286	应付款项	12,326	18,266	26,686	37,632	52,511	67,453
%销售收入	11.5%	8.5%	10.6%	14.1%	13.5%	13.4%	其他流动负债	2,306	3,512	6,550	9,137	3,994	4,825
财务费用	-261	-283	477	-242	-227	-323	流动负债	15,027	23,507	35,469	48,099	56,805	72,677
%销售收入	1.4%	1.2%	-1.2%	0.3%	0.2%	0.2%	长期贷款	1,781	1,891	4,162	6,594	6,594	6,594
资产减值损失	-76	-481	-831	-571	-621	-907	其他长期负债	330	738	2,259	1,741	2,014	2,319
公允价值变动收益	2	66	-30	0	0	0	负债	17,138	26,136	41,889	56,433	65,413	81,590
投资收益	136	355	40	0	0	0	普通股股东权益	10,456	15,655	18,666	28,034	39,367	53,675
%税前利润	6.2%	18.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,457	1,485	1,485	1,485	1,485	1,485
营业利润	2,168	1,898	4,141	10,386	13,513	17,057	未分配利润	5,277	6,533	9,613	18,460	29,793	44,101
营业利润率	11.2%	7.9%	10.3%	13.1%	12.7%	12.5%	少数股东权益	409	1,049	1,071	1,171	1,271	1,371
营业外收支	13	-5	-7	0	0	0	负债股东权益合计	28,003	42,840	61,626	85,637	106,051	136,635
税前利润	2,182	1,893	4,134	10,386	13,513	17,057	比率分析						
利润率	11.3%	7.8%	10.3%	13.1%	12.7%	12.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-206	-189	-439	-1,142	-1,486	-1,876	每股指标						
所得税率	9.4%	10.0%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	1.341	1.066	2.419	6.16	8.03	10.15
净利润	1,976	1,704	3,695	9,244	12,027	15,180	每股净资产	7.175	10.541	12.568	18.876	26.507	36.141
少数股东损益	21	121	102	100	100	100	每股经营现金净流	2.120	-1.103	0.815	1.005	0.676	5.721
归属于母公司的净利润	1,954	1,583	3,593	9,144	11,927	15,080	每股股利	0.070	0.140	0.111	0.200	0.400	0.520
净利率	10.1%	6.6%	8.9%	11.5%	11.2%	11.0%	回报率						
							净资产收益率	18.69%	10.11%	19.25%	32.62%	30.30%	28.10%
							总资产收益率	6.98%	3.69%	5.83%	10.68%	11.25%	11.04%
							投入资本收益率	15.33%	9.09%	14.58%	26.83%	26.88%	26.22%
							增长率						
							主营业务收入增长率	48.31%	25.15%	66.79%	97.56%	33.86%	28.28%
							EBIT增长率	92.80%	-7.07%	107.66%	162.58%	28.24%	27.33%
							净利润增长率	118.96%	-19.01%	127.04%	154.46%	30.44%	26.44%
							总资产增长率	22.72%	52.98%	43.85%	38.96%	23.84%	28.84%
							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	16.6	13.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-54.43%	-47.78%	-34.27%	-20.57%	-10.40%	-17.61%
							EBIT利息保障倍数	8.5	7.3	-8.9	46.3	63.3	56.6
							资产负债率	61.20%	61.01%	67.97%	65.90%	61.68%	59.71%

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	2021-10-29	买入	171.00	227.00
2	2022-04-20	买入	90.10	N/A
3	2022-05-15	买入	71.50	N/A
4	2022-08-28	买入	131.65	N/A
5	2022-10-27	买入	132.70	N/A
6	2023-01-20	买入	120.10	N/A
7	2023-04-24	买入	110.00	N/A
8	2023-08-07	买入	110.74	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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806