

2020 年年报点评：业绩符合预期，市占率大幅提升，储能是新亮点

买入（维持）

2021 年 04 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号：S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,286	27,098	33,890	41,643
同比（%）	48.3%	40.5%	25.1%	22.9%
归母净利润（百万元）	1954	2996	4012	5321
同比（%）	119.0%	53.3%	33.9%	32.6%
每股收益（元/股）	1.34	2.06	2.75	3.65
P/E（倍）	60.42	39.41	29.43	22.19

投资要点

- **20 年归母净利润同增 119.0%，扣非归母净利润同增 103.9%，符合预期：**20 年营收 192.86 亿元，同增 48.31%；归母 19.54 亿元，同增 118.96%。20Q4 营收 73.77 亿元，同增 26.76%；归母 7.59 亿元，同增 124.44%，其中 Q4 有约 1 亿信用减值冲回，业绩符合我们的预期。
- **逆变器出货超预期，海外盈利能力强劲：**公司逆变器出货 35GW，同比+105%，其中国内出货 13GW，同比+60%，海外出货 22GW，同比+144%，占比约 63%，实际确认销售 33.5GW，主要原因 20 年疫情加速国内龙头出海同时华为海外受限，公司逆变器加速出口。
- **国内外均衡发展，全球逆变器龙头加冕：**20 年疫情加速行业集中，公司逆变器加速出海抢占市场份额，逆变器出货量同比增长 105%至约 35GW，龙头加冕：1）全球看，公司 20 年出货 35GW，按全球装机 130GW 测算，公司市占率在 27%，同比提升 10+pct，位列全球 TOP1；2）海外看，公司 20 年海外出货 23GW，按海外装机 82GW 测算，公司市占率在 28%，同比提升约 17pct；3）国内看，公司 20 年出货 12GW，按国内装机 48GW 测算，市占率约 25%。
- **储能厚积薄发，高增长亮眼：**公司 2020 年储能业务收入 11.69 亿元，同比增长 115%+，出货 0.8GWh，测算单价约 1.46 元/W，毛利率 21.96%。国内看，2020 年阳光电源储能变流器、系统集成市场出货量均位列中国第一，已经连续登顶储能系统集成商榜首。海外看公司储能系统广泛应用在美、英、德等成熟电力市场，北美工商业储能市场市占率 20%+，澳洲户用储能市占率 24%+。
- **电站集成业务稳健增长：**公司 2020 年电站集成业务收入 82.27 亿元，同增 3.62%，毛利率 9.49%，同降 6.4pct，主要原因在于 20 年下半年组件价格超预期上涨，公司 EPC 采购压力大。长期看，公司电站集成系统装机规模扩大，已累计开发建设超 12GW，其中 19 年公司 EPC 全球市占率第二，长期将保持每年 20-40%稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计公司 21-23 年归母净利润为：29.96、40.12、53.21 亿元（前值 21 年为 32.57 亿、22 年为 42.37 亿），同比 53.3%、33.9%、32.6%，对应 EPS 为 2.06、2.75、3.65 元，目标价 103.0 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	81.03
一年最低/最高价	9.35/122.18
市净率(倍)	11.29
流通 A 股市值(百万元)	88024.50

基础数据

每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	61.20
总股本(百万股)	1456.94
流通 A 股(百万股)	1086.32

相关研究

- 1、《阳光电源（300274）点评：定增预案全面扩产，逆变器+储能双 TOP1》2021-02-03
- 2、《阳光电源（300274）20 年业绩预告点评：业绩符合预期，市占率大幅提升，龙一地地位稳固》2021-01-26
- 3、《阳光电源（300274）点评：股权激励上马，逆变+储能龙头提速》2020-12-31

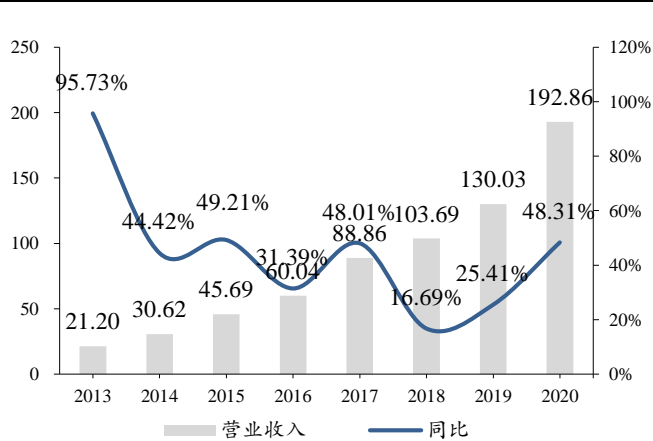
20 年归母净利润同增 119.0%，扣非归母净利润同增 103.9%，符合预期：20 年营收 192.86 亿元，同增 48.31%；归母 19.54 亿元，同增 118.96%。20Q4 营收 73.77 亿元，同增 26.76%；归母 7.59 亿元，同增 124.44%，其中 Q4 有约 1 亿信用减值冲回，业绩符合我们的预期。

表 1: 2020 年收入 192.86 亿元，同比增长 48.31%；盈利 19.54 亿元，同比增长 118.96%

阳光电源 (亿元)	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	192.86	130.03	48.3%	73.77	58.19	26.8%	49.67	48.5%
毛利率	23.1%	23.8%	-0.7%	20.3%	21.3%	-1.0%	31.0%	-10.7%
营业利润	21.68	10.48	106.9%	8.89	4.14	114.7%	8.00	11.1%
利润总额	21.82	10.32	111.5%	8.95	4.06	120.3%	8.03	11.4%
归属母公司净利润	19.54	8.93	119.0%	7.59	3.38	124.4%	7.49	1.3%
扣非归母净利润	18.46	9.05	103.9%	7.62	4.41	72.7%	6.73	13.2%
归母净利率	10.1%	6.9%	3.3%	10.3%	5.8%	4.5%	15.1%	-4.8%
股本	14.57	14.57	-	14.57	14.52	-	14.57	-
EPS	1.34	0.61	118.9%	0.52	0.23	123.6%	0.51	1.3%

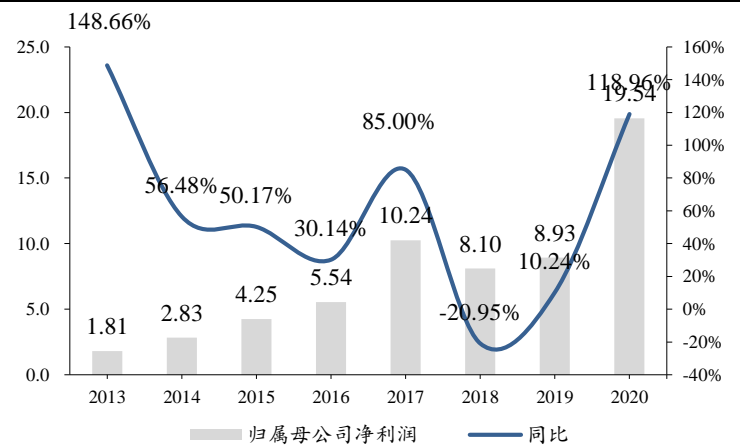
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 192.86 亿元，同比+48.31% (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 19.54 亿元，同比+118.96% (亿元)



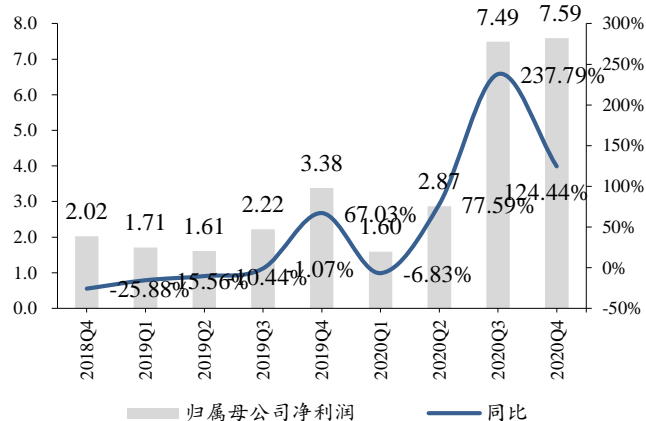
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 73.77 亿元, 同比+26.76% (亿元)



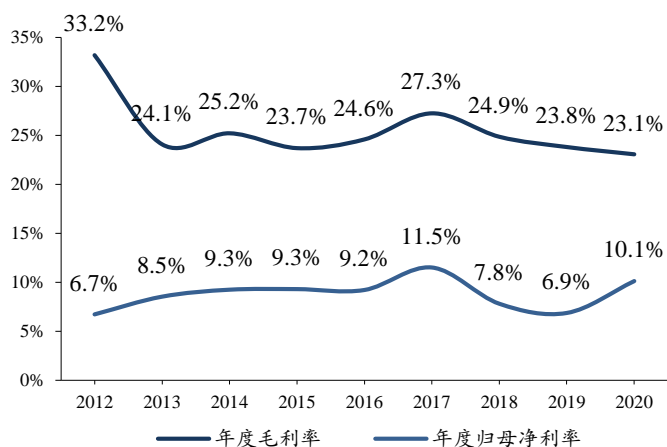
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: Q4 归母净利润 7.59 亿元, 同比+124.44% (亿元)



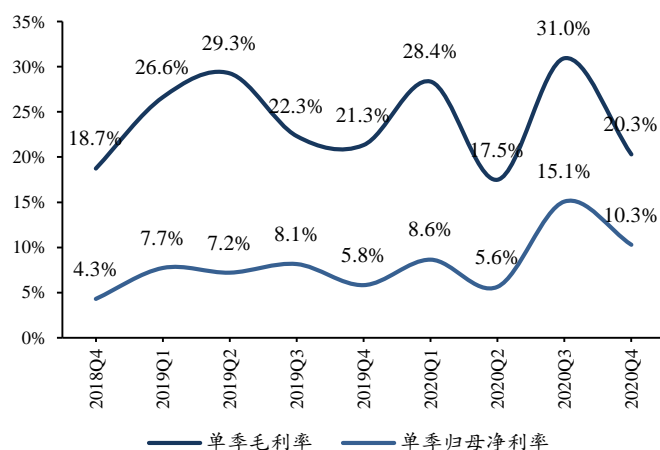
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比-0.74、+3.27pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: Q4 毛利率、净利率同比-1.04、+4.48pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

表 2: 阳光电源 2020 年季度财务数据

单位: 百万元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	1846.63	5095.43	4966.82	7376.77
归母净利润	159.50	286.63	749.21	758.97
扣非归母净利润	146.86	263.86	673.24	762.37
经营活动现金流量净额	-940.30	845.88	602.42	2580.40
归母净利率	8.64%	5.63%	15.08%	10.29%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分业务来看:

1) 电站投资开发业务: 销售收入 82.27 亿元, 同比增长 3.62%, 毛利率 9.49%, 同比-6.40pct。

2) 光伏逆变器业务: 销售收入 75.15 亿元, 同比增长 105.98%, 毛利率 35.03%, 同比+0.31pct。

分地区来看:

1) 中国大陆 (不含港澳台地区): 销售收入 126.84 亿元, 同比增长 30.34%, 毛利率 16.78%, 同比-1.40pct。

2) 海外地区 (含港澳台地区): 销售收入 66.02 亿元, 同比增长 101.77%, 毛利率 35.16%, 同比-5.41pct。

表 3: 2020 年阳光电源收入、毛利率情况

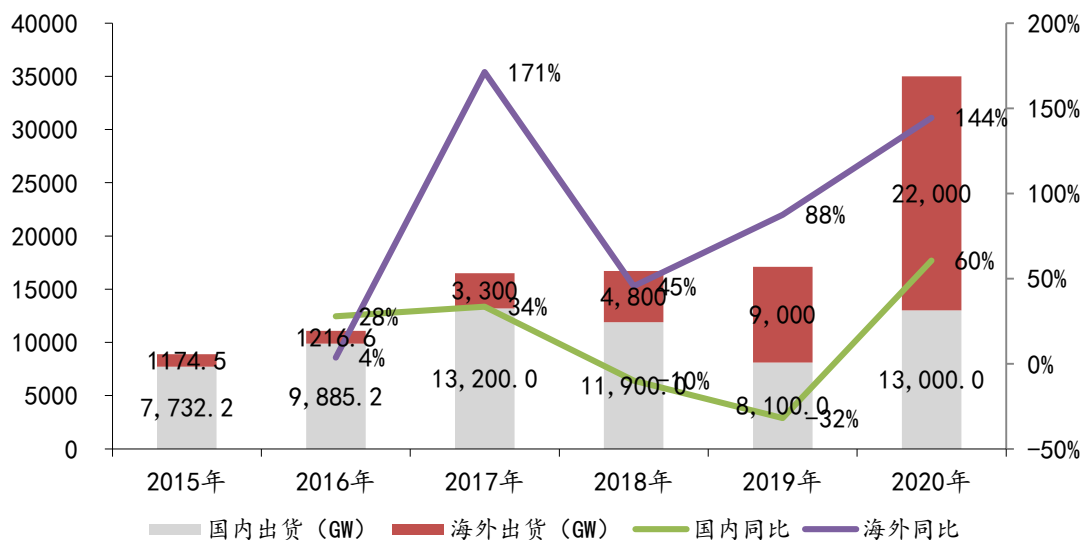
单位: 亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	成本同比 (%)	毛利率比上年增减
分行业						
光伏行业	160.24	123.97	22.63%	35.16%	35.99%	-0.47pct
分产品						
电站投资开发	82.27	74.47	9.49%	3.62%	11.51%	-6.40pct
光伏逆变器 等电力转换设备	75.15	48.82	35.03%	105.98%	105.01%	+0.31pct
分地区						
中国大陆 (不包括中国港澳台)	126.84	105.56	16.78%	30.34%	32.58%	-1.40pct
海外地区 (包括中国港澳台)	66.02	42.81	35.16%	101.77%	120.13%	-5.41pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

逆变器出货超预期, 海外盈利能力强劲: 公司逆变器出货 35GW, 同比+105%, 其中国内出货 13GW, 同比+60%, 海外出货 22GW, 同比+144%, 占比约 63%, 实际确认销售 33.5GW, 主要原因 20 年疫情加速国内龙头出海同时华为海外受限, 公司逆变器加速出口。测算公司并网逆变器平均单价约 0.22 元/W, 同比下降约 6.7%, 20 年并网逆变器整体毛利率约 35% (若扣除运输费用约 36%), 同比+0.31pct, 其中海外约 40-44%, 国内约 16-20%, 价格降幅较小同时毛利率提升的主要原因在于海外占比的提升, 海外占比同比+10 pct, 持续维持高盈利能力。Q1 看, 预计公司逆变器出货量约 7-9GW, 同比翻倍不止, 全年来看, 由于公司 20 年库存逆变器超 10GW, 鉴于目前 IGBT 短缺情况下公司库存充足, 公司 21 年出货保障性强, 预计 21 年公司出货 50GW 左右, 同增 43%,

其中海外 35GW，国内 15GW。

图 7: 公司海外出货量同比增速快于国内



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8: 测算公司光伏逆变器季度出货

	20H1	20Q3	20Q4	合计
收入-光伏逆变器 (亿元)	23.2	20.7	31.3	75.15
出货-光伏逆变器 (GW)	9.5	9.0	15.0	33.5
单价-光伏逆变器 (元/W)	0.244	0.230	0.209	0.224

出货-确认收入 (GW)	20H1	20Q3	20Q4	合计
国内	2.5	2.5	6.5	11.5
海外	7	6.5	8.5	22
合计	9.5	9	15	33.5
海外占比	74%	72%	57%	66%

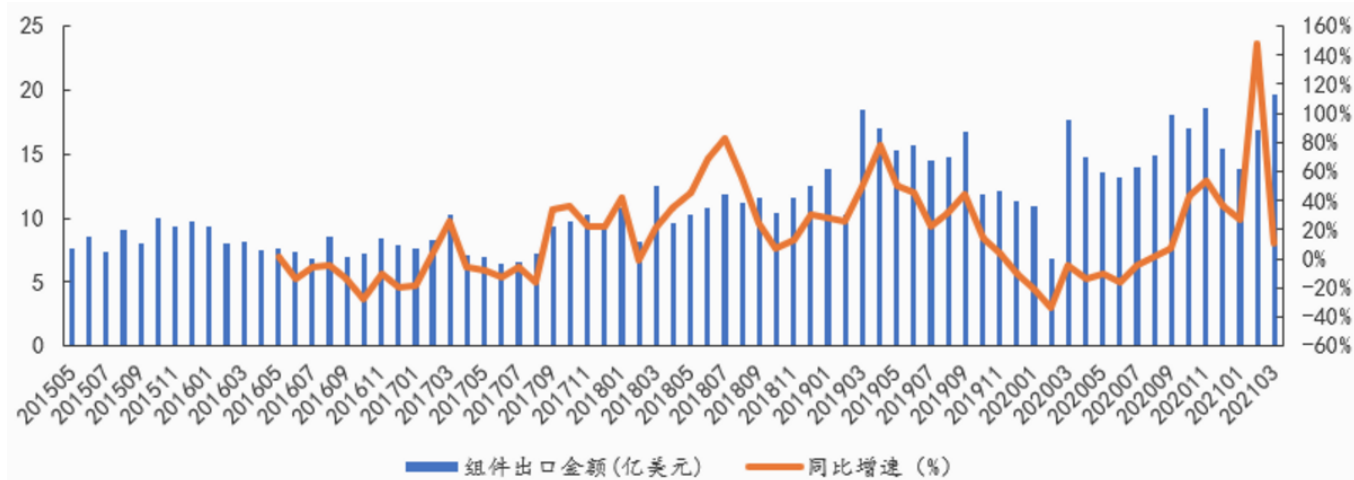
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内外均衡发展，全球逆变器龙头加冕：20 年疫情加速行业集中，公司逆变器加速出海抢占市场份额，逆变器出货量同比增长 105%至约 33.5GW，龙头加冕：1) 全球看，公司 20 年出货 33.5GW，按全球装机 130GW 测算，公司市占率在 26%，同比提升 10+

pct, 位列全球 TOP1; 2) 海外看, 公司 20 年海外出货 22GW, 按海外装机 82GW 测算, 公司市占率在 27%, 同比提升约 16pct; 3) 国内看, 公司 20 年出货 11.5GW, 按国内装机 48GW 测算, 市占率约 24%。

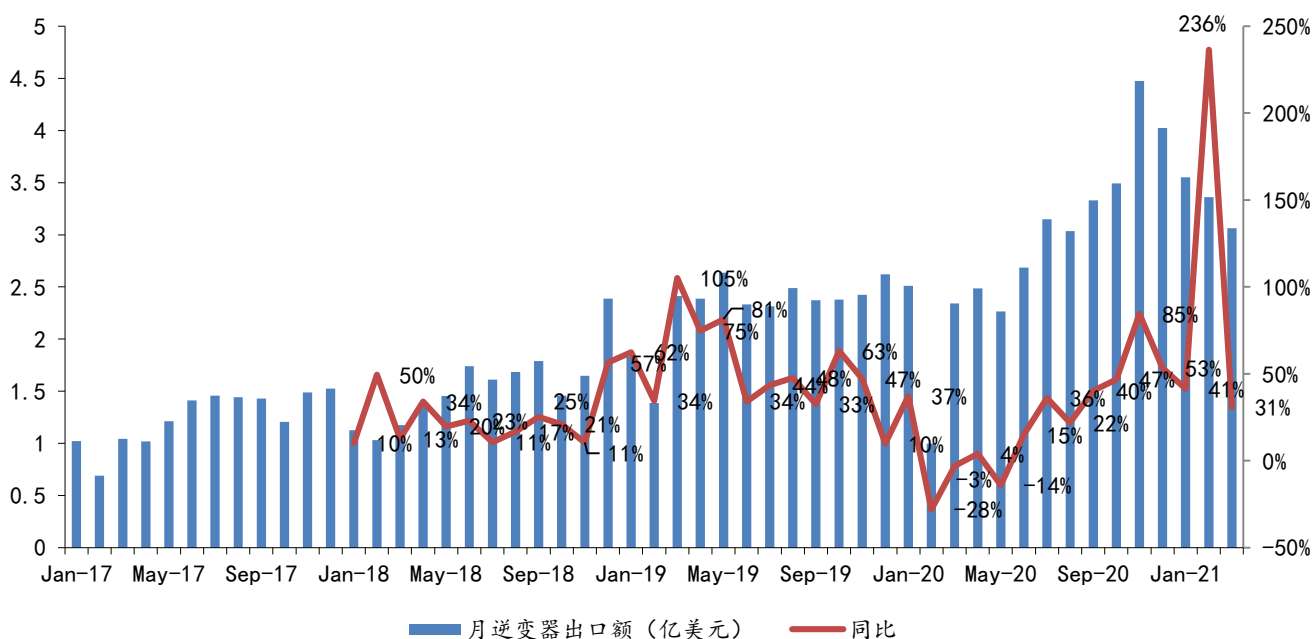
据海关总署, 2021 年 1-3 月逆变器、组件出货增速分别+70%、+42%, 印证海外需求向好, 逆变器出口增速显著快于组件, 加速出海逻辑持续验证, 我们预计 21 年逆变器出口持续高增, 我们预计公司 21 年市占率有望持续提升。

图 9: 组件出口金额 (亿美元)



数据来源: Solarzoom, 东吴证券研究所

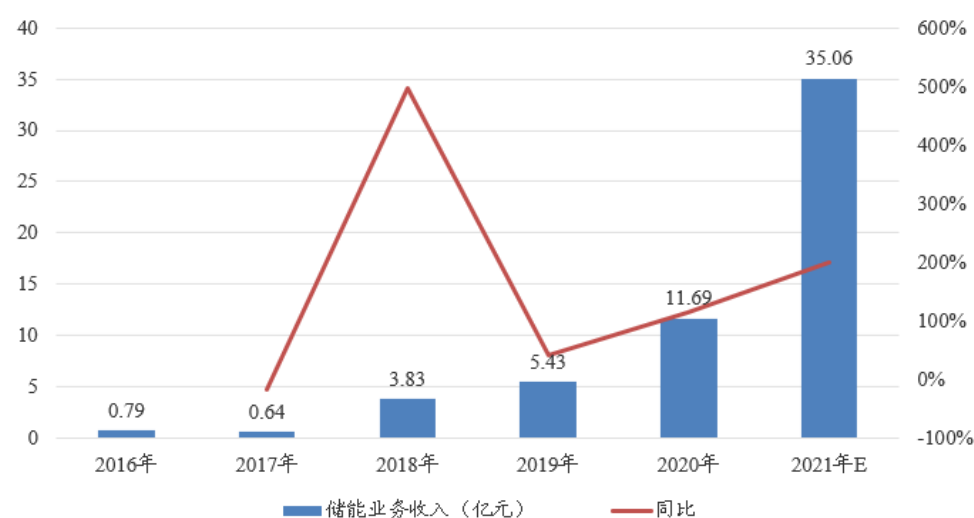
图 10: 逆变器出口金额 (光伏风电等逆变器, 亿美元)



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

储能厚积薄发，高增长亮眼：公司2020年储能业务收入11.69亿元，同比增长115%+，出货0.8GWh，测算单价约1.46元/W，毛利率21.96%。国内看，2020年阳光电源储能变流器、系统集成市场出货量均位列中国第一，已经连续登顶储能系统集成商榜首。海外看公司储能系统广泛应用在美、英、德等成熟电力市场，北美工商业储能市场市占率20%+，澳洲户用储能市占率24%+。BNEF预计，21年储能装机达到9.7GW/19.9GWh，同比增长83%，同时能源局近期出台了《关于加快推动新型储能发展的指导意见(征求意见稿)》，中国储能到2025年累计装机目标30GW(20年3.3GW)，五年9倍空间，储能行业高增长开启。我们预计公司21年储能收入35亿+，同增200%+，高增长亮眼。

图 11: 公司储能收入 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 全球储能年度新增装机规模 (GW)

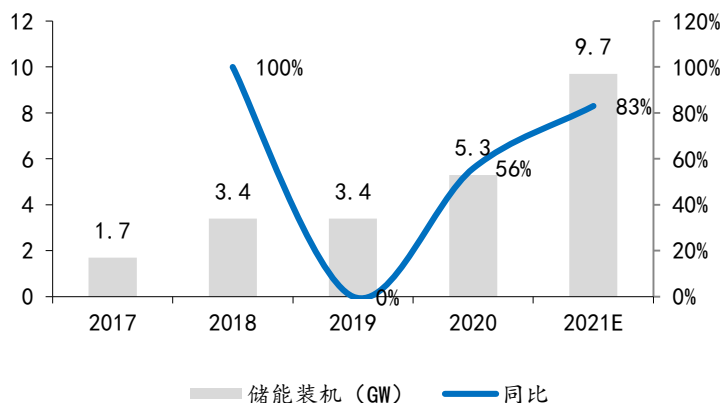
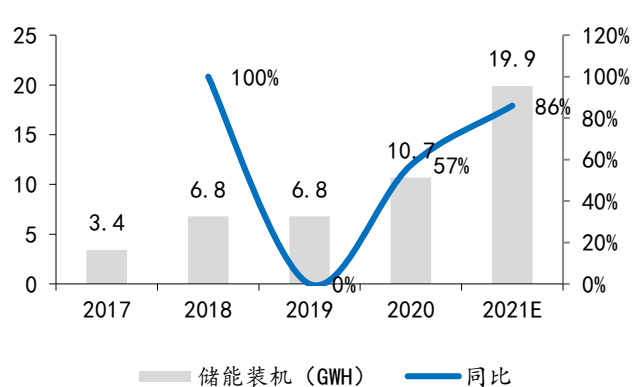


图 13: 全球储能年度新增装机规模 (GWh)

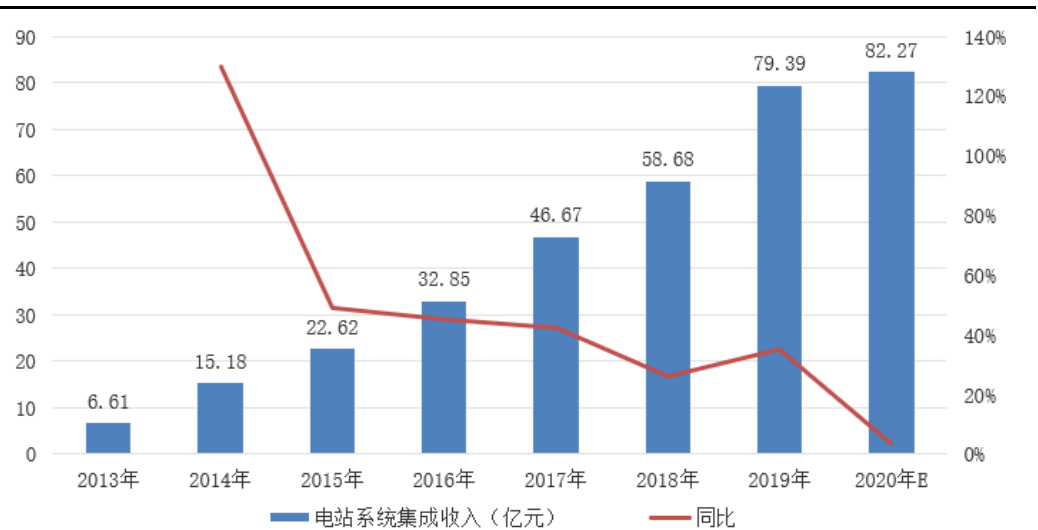


数据来源：BNEF，东吴证券研究所

数据来源：BNEF，东吴证券研究所

电站集成业务稳健增长：公司 2020 年电站集成业务收入 82.27 亿元，同增 3.62%，毛利率 9.49%，同降 6.4pct，主要原因在于 20 年下半年组件价格超预期上涨，公司 EPC 采购压力大。长期看，公司电站集成系统装机规模扩大，已累计开发建设超 12GW，其中 19 年公司 EPC 全球市占率第二，长期将保持每年 20-40% 稳健增长。

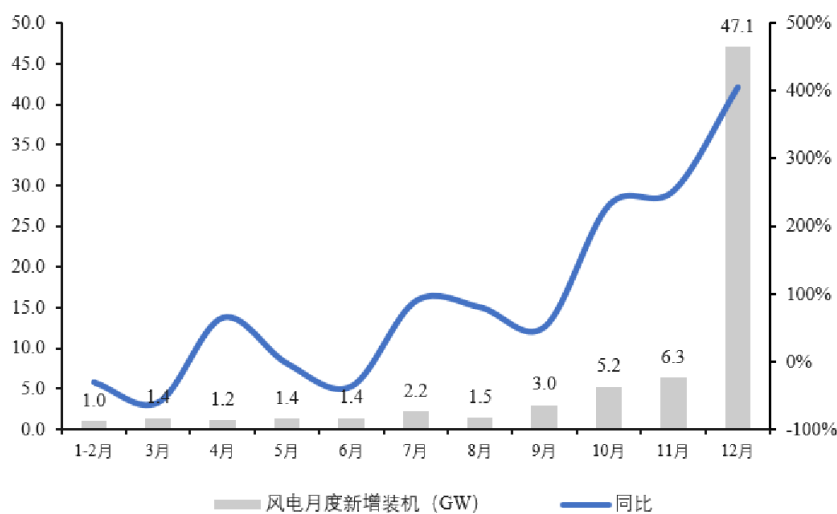
图 14：公司电站业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

变流器实现飞跃式发展。公司变流器涵盖 1500~10000kW 功率等级，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器，全面覆盖国内主流风机机型，最新研发的大功率双馈风冷主控一体型变流器、3MW-12MW 多款三电平变流器等产品，率先为国内多家主流整机厂批量配套供货。今年风电装机大超预期，主机厂商放开变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，20 年风电变流器业务实现飞跃式发展，2020 年全年出货 16GW 左右，同比增长 351%，21 年预计有所下降。

图 15: 2020 年国内行业风电月度新增装机量 (GW)

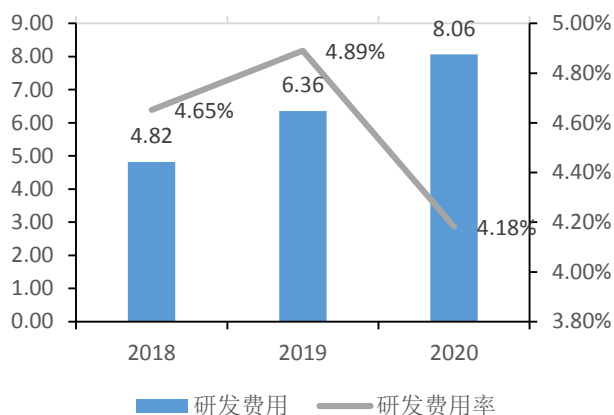


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重视研发、渠道与品牌核心竞争力, 公司硕果颇丰: 1) 渠道方面, 20 年公司稳固并加大欧洲、美洲市场布局力度, 抢抓更多新兴市场的机会, 目前公司已在海外建设了 20+ 分子公司, 全球五大服务区域, 50+ 服务网点, 80+ 认证授权服务商, 产品已批量销往德国、意大利、澳大利亚、美国、日本、印度等 150 多个国家和地区; 2) 品牌方面, 2020 年公司 BNEF 逆变器可融资性 100%, 是唯一一个连续两年登顶 100% 可融资性的逆变器企业, 已成为全球最具融资价值的逆变品牌。3) 研发方面, 20 年研发费用 8.06 亿元, 同增 26.81%。研发费用率 4.18%, 同减 0.71pct。公司积极开展自主知识产权归纳总结及专利申报工作, 截至 2020 年底拥有 1568 项专利, 20 年新增 356 项, 且有 622 项正在申请, 远超逆变器产业其他国内厂商, 绝对一线。

图 16: 公司研发费用及研发费用率情况 (亿元)

图 17: 2020 年研发成果



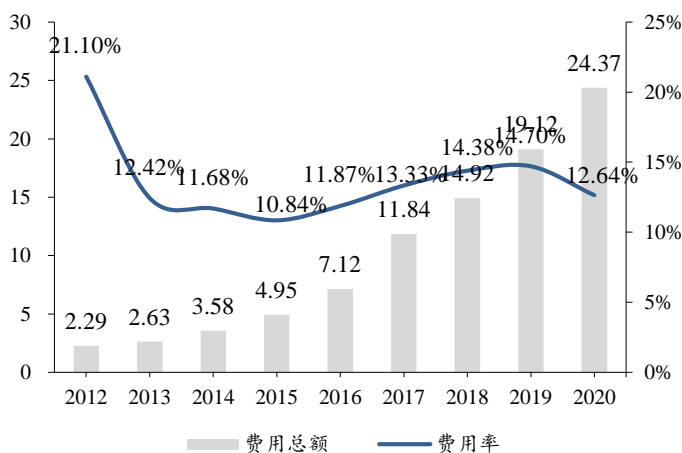
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

	2020 年新增		累计数量
	申请数 (个)	获得数 (个)	获得数 (个)
发明专利	300	124	637
实用新型专利	186	159	807
外观设计专利	32	21	124
国外专利	104	52	/
合计	622	356	1568

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

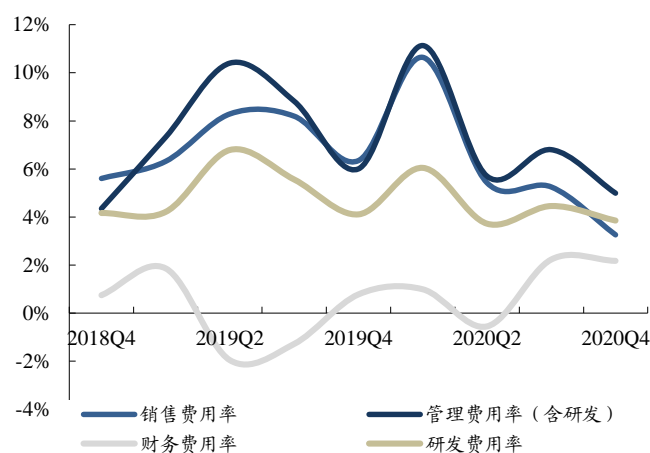
三费控制能力稳定：公司 2020 年费用同比增长 27.49%至 24.37 亿元，期间费用率下降 2.06 个百分点至 12.64%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 5.98%、上升 22.05%、上升 26.81%、上升 3199.73%至 9.73 亿元、12.02 亿元、8.06 亿元、2.61 亿元；费用率分别下降 2.02、下降 1.34、下降 0.71、上升 1.29 个百分点至 5.05%、6.23%、4.18%、1.35%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 -35.03%/+5.45%/+18.81%/+253.12%，费用率分别为 3.25%/5.00%/3.85%/2.17%。财务费用大增主要系汇兑损失大幅增长所致。

图 18：2020 年期间费用 24.37 亿元，同比+27.49%（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 19：Q4 期间费用率 10.42%，同比-2.71pct

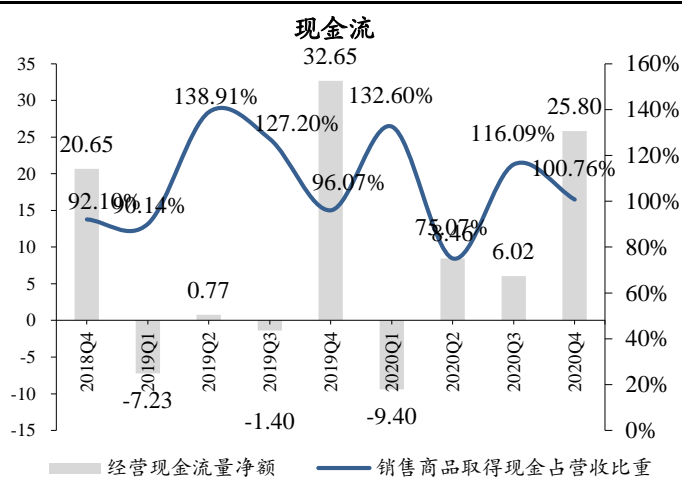


数据来源：WIND，东吴证券研究所

现金流上升，计提减值作风谨慎：2020 年经营活动现金流量净流入 30.89 亿元，同比增长 24.52%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 25.8 亿元；销售商品取得现金 194.73

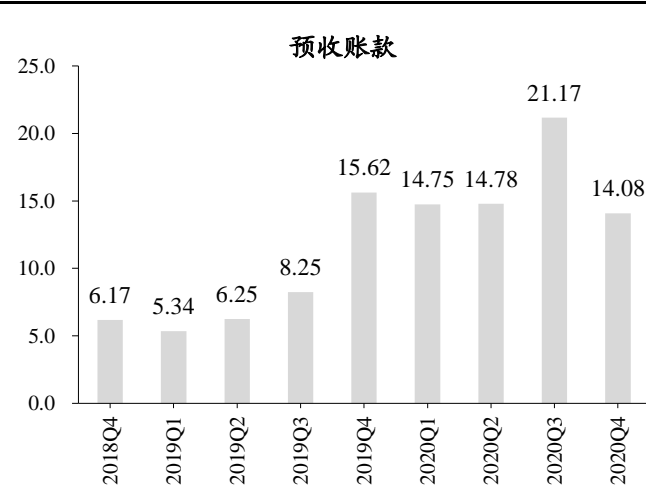
亿元，同比增长 37.43%。期末预收款项 14.08 亿元，比年初下降 9.88%。期末应收账款 65.85 亿元，较期初下降 0.86 亿元，应收账款周转天数下降 56.01 天至 123.74 天。期末存货 38.73 亿元，较期初上升 5.34 亿元；存货周转天数下降 17.84 天至 87.51 天。

图 20: Q4 现金净流入 25.8 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

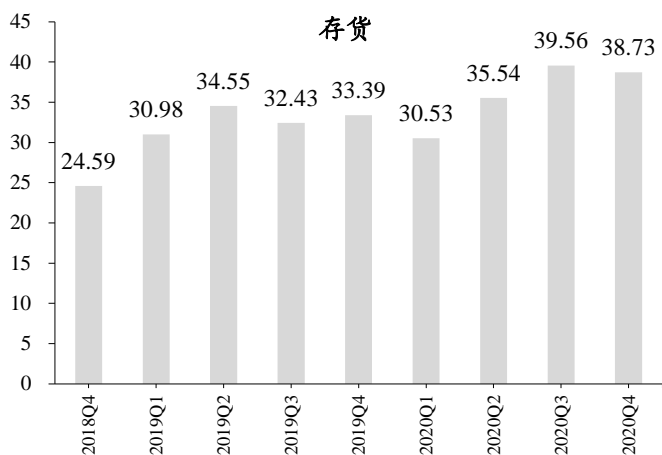
图 21: Q4 期末预收款项 14.08 亿元 (亿元)



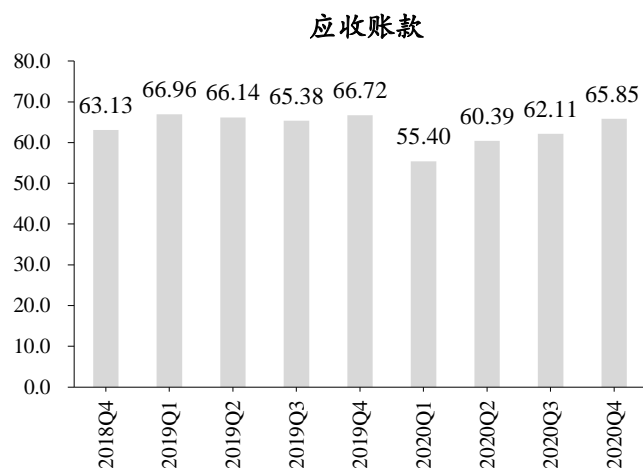
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 22: Q4 期末存货 38.73 亿元, 较期初+5.34 亿元 (亿元)

图 23: Q4 期末应收账款 65.85 亿元, 较期初-0.86 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 24: 公司 20 年计提约-0.76 亿减值损失 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计公司 21-23 年归母净利润为：29.96、40.12、53.21 亿元（前值 21 年为 32.57 亿、22 年为 42.37 亿），同比 53.3%、33.9%、32.6%，对应 EPS 为 2.06、2.75、3.65 元，目标价 103.0 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

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>

