

阳光电源 (300274.SZ) 业绩持续高增长，龙头市占率稳步上升

2021年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘强 (分析师)

蔡紫豪 (分析师)

liuqiang@kysec.cn

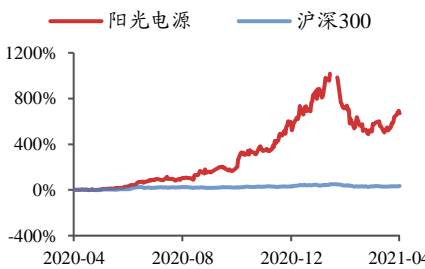
caizihao@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

证书编号: S0790520120001

日期	2021/4/29
当前股价(元)	82.28
一年最高最低(元)	122.18/9.92
总市值(亿元)	1,198.77
流通市值(亿元)	893.82
总股本(亿股)	14.57
流通股本(亿股)	10.86
近3个月换手率(%)	324.12

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-定增扩产缓解供给压力, 研发渠道全方位布局》
-2021.2.4

《公司信息更新报告-业绩预告符合预期, 逆变器龙头加速扩张》
-2021.1.26

《公司信息更新报告-季度业绩超预期加速, 看好其长期竞争力》
-2020.10.30

● 逆变器龙头加速出海, 业绩持续高增长

公司发布2020年年报和2021年一季报: (1) 2020年实现营业收入192.86亿元, 同增48.31%, 实现归母净利润19.54亿元, 同增118.96%; (2) 2021Q1公司实现营收33.47亿元, 同增81.24%, 实现归母净利润3.87亿元, 同增142.45%, 业绩符合预期。公司专注于电力电子及电能变换技术, 致力于新能源逆变器研发生产, 已形成光伏、风电、储能等逆变器产品条线, 全球化竞争力不断加强, 因短期竞争加剧, 我们下调2021年业绩预测, 但持续看好公司的竞争力, 预计公司2021~2023年归母净利润为28.10 (-1.06)、37.54 (+0.58)、44.06亿元, EPS为1.93 (-0.07)、2.58 (+0.04)、3.02元, 对应当前股价PE为42.7、31.9、27.2倍, 维持“买入”评级。

● 光伏逆变器市占率持续提升, 盈利性继续优化

2020年公司实现光伏逆变器出货35GW, 同增104.7%, 市占率达到27%, 海外出货22GW, 同比增长144%, 继续维持高速增长, 2021Q1出货8GW, 同比翻倍。2020年海外疫情蔓延, 海外逆变器厂商复工缓慢以及国内龙头企业销售受阻, 加速了公司产品质优价廉以及品牌在全球的认可, 海外业务拓展超预期。2021年公司继续延伸扩张势头, 我们预计2021年公司出货将达到50GW, 市占率提升至30%。盈利性方面, 2020年公司光伏逆变器毛利率35.03%, 同比提升1.28pct, 2021年综合毛利率29.56%, 环比提升9.27pct, 预计逆变器继续保持高毛利。

● 加速储能及电站布局, 形成风光储电氢综合平台

经过耕耘, 公司储能系统业务已有成效, 2020年实现收入11.69亿元, 同增115%, 市占率约8%; 公司2020年实现电站业务收入82.27亿元, 同增3.62%, 主要受到组件价格超预期上涨以及疫情影响导致建设缓慢, 未来公司会继续完成扩张, 实现电站规模稳健增长。公司致力于形成风光储电氢综合能源平台, 在欧洲和美洲市场加大布局力度, 继续提升品牌价值为全球碳中和提供技术服务支持。

● **风险提示:** 新技术发展不及预期、疫情反复影响光伏需求、光伏市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,003	19,286	27,076	33,452	40,341
YOY(%)	25.4	48.3	40.4	23.6	20.6
归母净利润(百万元)	893	1,954	2,810	3,754	4,406
YOY(%)	10.2	119.0	43.8	33.6	17.4
毛利率(%)	23.8	23.1	24.0	24.7	24.5
净利率(%)	6.9	10.1	10.4	11.2	10.9
ROE(%)	10.4	18.2	21.0	22.1	20.8
EPS(摊薄/元)	0.61	1.34	1.93	2.58	3.02
P/E(倍)	134.3	61.3	42.7	31.9	27.2
P/B(倍)	13.9	11.5	9.2	7.2	5.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18429	23253	32388	34177	45918
现金	4457	7417	7881	10570	12903
应收票据及应收账款	7365	7401	13329	12282	18603
其他应收款	560	799	1108	1249	1594
预付账款	260	307	489	494	691
存货	3339	3873	6127	6127	8673
其他流动资产	2449	3455	3455	3455	3455
非流动资产	4390	4750	6584	7934	9314
长期投资	170	406	643	879	1115
固定资产	2936	3241	4598	5686	6805
无形资产	108	129	127	126	127
其他非流动资产	1176	974	1216	1244	1267
资产总计	22819	28003	38973	42112	55232
流动负债	12193	15027	23175	22706	31679
短期借款	333	135	135	135	135
应付票据及应付账款	9338	12092	17619	18787	25185
其他流动负债	2522	2800	5421	3784	6359
非流动负债	1871	2111	2305	2240	2055
长期借款	1596	1781	1975	1911	1726
其他非流动负债	275	330	330	330	330
负债合计	14064	17138	25480	24947	33734
少数股东权益	161	409	431	477	535
股本	1457	1457	1457	1457	1457
资本公积	3243	3218	3218	3218	3218
留存收益	4033	5871	8392	11778	15753
归属母公司股东权益	8594	10456	13062	16688	20964
负债和股东权益	22819	28003	38973	42112	55232

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2480	3089	2370	4510	4434
净利润	912	1976	2832	3800	4463
折旧摊销	226	243	259	350	439
财务费用	8	261	23	20	51
投资损失	-22	-136	0	0	0
营运资金变动	977	1061	-758	324	-540
其他经营现金流	381	-317	13	16	20
投资活动现金流	-1605	-114	-2106	-1716	-1838
资本支出	683	961	1598	1114	1143
长期投资	-927	780	-236	-236	-236
其他投资现金流	-1848	1627	-744	-838	-931
筹资活动现金流	-20	-193	200	-105	-262
短期借款	-90	-198	0	0	0
长期借款	341	185	194	-65	-185
普通股增加	6	0	0	0	0
资本公积增加	59	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-336	-156	6	-40	-78
现金净增加额	864	2712	463	2689	2333

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13003	19286	27076	33452	40341
营业成本	9907	14837	20570	25206	30443
营业税金及附加	47	63	90	113	137
营业费用	918	973	1367	1688	2036
管理费用	349	396	642	740	924
研发费用	636	806	1228	1458	1794
财务费用	8	261	23	20	51
资产减值损失	-29	-29	-50	-56	-71
其他收益	144	158	0	0	0
公允价值变动收益	-53	2	-13	-16	-20
投资净收益	22	136	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1048	2168	3193	4267	5006
营业外收入	17	36	0	0	0
营业外支出	33	22	0	0	0
利润总额	1032	2182	3193	4267	5006
所得税	120	206	361	467	542
净利润	912	1976	2832	3800	4463
少数股东损益	19	21	22	46	57
归母净利润	893	1954	2810	3754	4406
EBITDA	1249	2328	3293	4413	5161
EPS(元)	0.61	1.34	1.93	2.58	3.02

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.4	48.3	40.4	23.6	20.6
营业利润(%)	14.8	106.9	47.2	33.7	17.3
归属于母公司净利润(%)	10.2	119.0	43.8	33.6	17.4
获利能力					
毛利率(%)	23.8	23.1	24.0	24.7	24.5
净利率(%)	6.9	10.1	10.4	11.2	10.9
ROE(%)	10.4	18.2	21.0	22.1	20.8
ROIC(%)	8.3	14.7	17.0	18.5	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	61.6	61.2	65.4	59.2	61.1
净负债比率(%)	-24.6	-46.4	-37.7	-45.0	-47.2
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.8	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.34	1.93	2.58	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	2.12	1.63	3.10	3.04
每股净资产(最新摊薄)	5.90	7.18	8.97	11.45	14.39
估值比率					
P/E	134.3	61.3	42.7	31.9	27.2
P/B	13.9	11.5	9.2	7.2	5.7
EV/EBITDA	93.3	49.2	34.8	25.4	21.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn