

## 逆变器毛利率逆势提升，储能持续高速增长 买入（维持）

2021年10月29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 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,286	25,475	35,899	48,947
同比（%）	48.3%	32.1%	40.9%	36.3%
归母净利润（百万元）	1954	2687	4088	5542
同比（%）	119.0%	37.5%	52.1%	35.6%
每股收益（元/股）	1.34	1.84	2.81	3.80
P/E（倍）	127.51	92.71	60.94	44.95

### 投资要点

- **2021Q1-3 公司实现归母净利润 15.05 亿元，同增 25.89%，符合市场预期，**其中 2021Q3，实现营业收入 71.63 亿元，同增 44.23%，环增 47.29%；实现归属母公司净利润 7.48 亿元，同减 0.19%，环增 101.97%。2021Q1-3 毛利率为 27.42%，同增 2.64pct，2021Q3 毛利率 26.72%，同减 4.24pct，环减 0.28pct；2021Q1-3 归母净利率为 9.79%，同减 0.25pct，2021Q3 归母净利率 10.44%，同减 4.65pct，环增 2.83pct。
- **逆变器出货继续高增，户用出货超市场预期，全年芯片较有保障。**2021Q1-3 并网逆变器实现收入 60-62 亿元，同增 37-41%，其中 2021Q3 实现收入约 25.6 亿元，同增约 24%；2021Q1-3 并网逆变器出货 30-31GW，同增 62-68%，其中 2021Q3 逆变器出货 13GW 左右，同增约 39%。2021Q3 并网逆变器毛利率环增 1pct 至 37%系公司海外出货占比提升、户用出货占比提升。公司与英飞凌保持良好合作，且开始逐渐使用国产芯片，出货保障性强，我们预计 2021 年公司逆变器出货 48-50GW，同增 43%，我们测算出货量全球市占率 30%+。
- **储能迎来快速发展，成为新的业绩增长点。**2021Q1-3 储能业务实现收入 18-20 亿元，同增 200-233%，其中 2021Q3 实现收入约 9.7 亿元，同增约 178%，环增约 87%；目前公司以直接出货储能系统为主，按照 1.16 元/wh 左右的价格，我们测算公司 2021Q1-3 储能系统出货 1.6-1.8GWh，同增 289-338%，其中 2021Q3 储能出货 0.9GWh 左右，同增约 178%，环增约 87%。
- **电站业务稳健增长，风电变流器略有下滑。**2021Q1-3 电站业务实现收入 58-60 亿元，同增 10-14%，其中 2021Q3 实现收入约 31.4 亿元，同增 90%，环增 75%，在组件涨价背景下，公司提前与上游厂商锁价并积极开发新项目，使得电站业务毛利率逐季提升，超市场预期。
- **三费控制能力稳定，期间费用率小幅上涨。**公司 2021Q1-3 费用同增 35.87% 至 22.67 亿元，期间费用率同比 0.74 个百分点至 14.74%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用率分别为 5.61%、7.99%、5.53%、1.15%。
- **经营活动现金流量净流出大幅下降。**2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 38.55 亿元，同降 858.43%。期末合同负债 18.56 亿元，比期初下降 3.72%。期末应收账款 85.49 亿元，较期初增长 15.06 亿元，应收账款周转天数下降 16.49 天至 132.9 天。期末存货 93.63 亿元，较期初上升 54.07 亿元。
- **盈利预测与投资建议：**因 2021 年 IGBT 短缺，我们略微下调公司 2021 年盈利预测，光伏 2022-2023 年高增长，公司作为龙头将受益，我们上调公司 2022-2023 年盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 26.87、40.88、55.42 亿元（前值为 30.10、39.10、52.05 亿元），同比增长 37.5%、52.1%、35.6%，对应 EPS 为 1.84/2.81/3.80 元，对应现价 PE 分别 92.71x、60.94x、44.95x，基于公司的行业地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	171.00
一年最低/最高价	30.21/180.16
市净率(倍)	17.24
流通 A 股市值(百万元)	187440.35

### 基础数据

每股净资产(元)	7.62
资产负债率(%)	60.36
总股本(百万股)	1485.22
流通 A 股(百万股)	1096.14

### 相关研究

- 1、《阳光电源（300274）：逆变器毛利率逆势提升，储能持续高速增长》2021-08-30
- 2、《阳光电源（300274）：21 年 Q1 点评：业绩符合预期，逆变器、储能、电站全年目标高增》2021-04-29
- 3、《阳光电源（300274）：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》2021-04-28

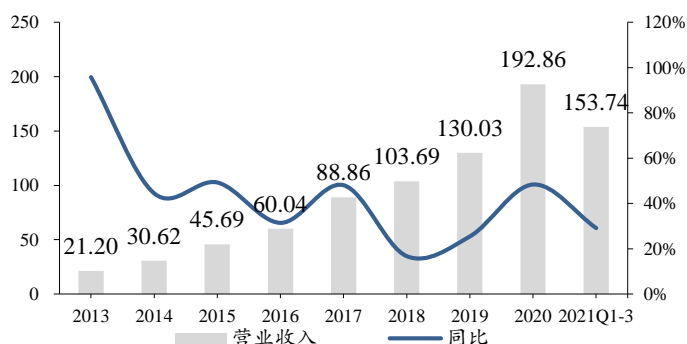
**2021Q1-3 公司实现归母净利润 15.05 亿元，同增 25.89%，符合市场预期。**公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 153.74 亿元，同比增长 29.09%；实现利润总额 18.38 亿元，同比增长 42.80%；实现归属母公司净利润 15.05 亿元，同比增长 25.89%。其中 2021Q3，实现营业收入 71.63 亿元，同比增长 44.23%，环比增长 47.29%；实现归属母公司净利润 7.48 亿元，同比下降 0.19%，环比增长 101.97%。2021Q1-3 毛利率为 27.42%，同比上升 2.64pct，2021Q3 毛利率 26.72%，同比下降 4.24pct，环比下降 0.28pct；2021Q1-3 归母净利率为 9.79%，同比下降 0.25pct，2021Q3 归母净利率 10.44%，同比下降 4.65pct，环比上升 2.83pct。

**表 1: 2021Q1-3 收入 153.74 亿元，同比增长 29.09%；盈利 15.05 亿元，同比增长 25.89%**

阳光电源	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	153.74	119.09	29.1%	71.63	49.67	44.2%	48.63	47.3%
毛利率 (%)	27.4%	24.8%	+2.6pct	26.7%	31.0%	-4.2pct	27.0%	-0.3pct
营业利润 (亿元)	18.35	12.80	43.4%	9.33	8.00	16.6%	4.75	96.3%
利润总额 (亿元)	18.38	12.87	42.8%	9.33	8.03	16.2%	4.71	98.0%
归属母公司净利润 (亿元)	15.05	11.95	25.9%	7.48	7.49	-0.2%	3.70	102.0%
扣非归母净利润 (亿元)	14.52	10.84	33.9%	7.32	6.73	8.8%	3.42	114.2%
归母净利率 (%)	9.8%	10.0%	-0.2pct	10.4%	15.1%	-4.6pct	7.6%	+2.8pct
股本 (亿股)	14.85	14.58	-	14.85	14.58	-	14.57	-
EPS (元/股)	1.01	0.82	23.6%	0.50	0.51	-2.0%	0.25	98.1%

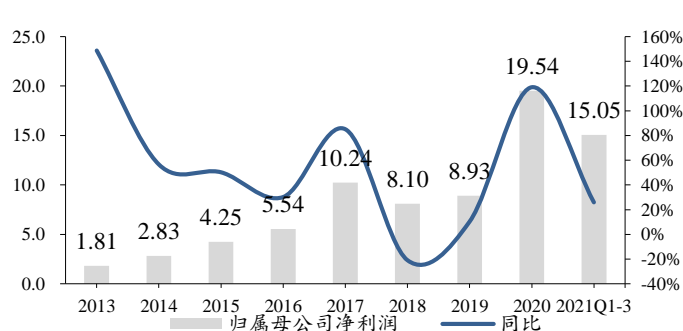
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 1: 2021Q1-3 收入 153.74 亿元，同比+29.09% (亿元)**



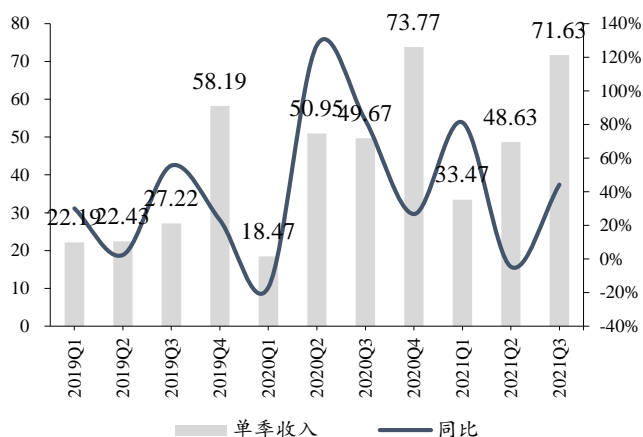
数据来源：WIND，东吴证券研究所

**图 2: 2021Q1-3 归母净利润 15.05 亿元，同比+25.89% (亿元)**



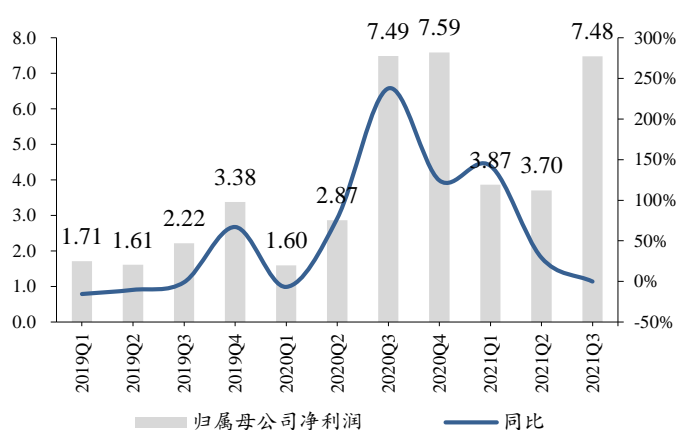
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 71.63 亿元, 同比+44.23% (亿元)



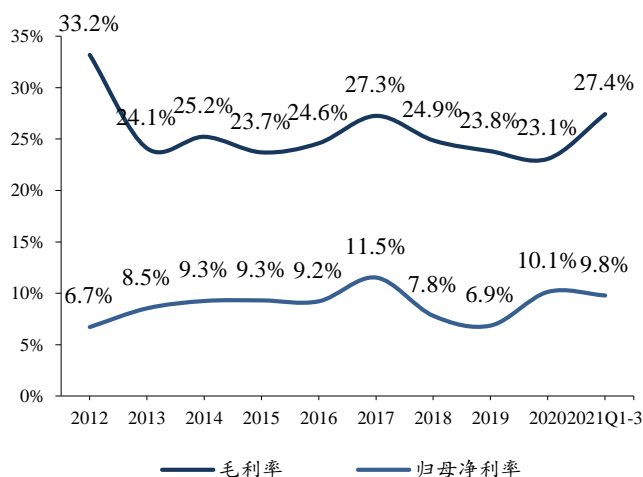
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 7.48 亿元, 同比-0.19% (亿元)



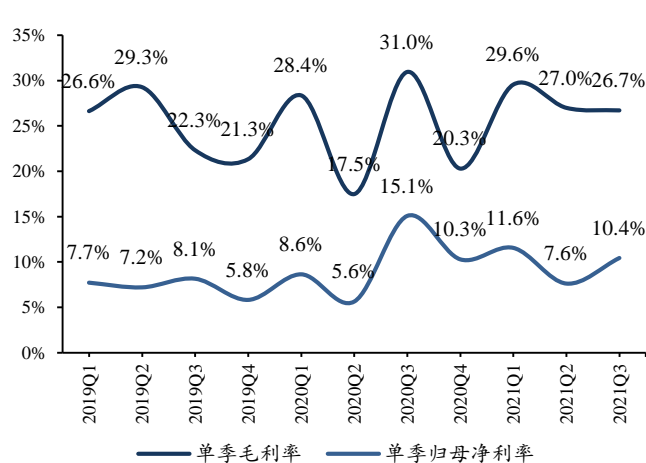
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比+2.64、-0.25pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比-4.24、-4.65pct

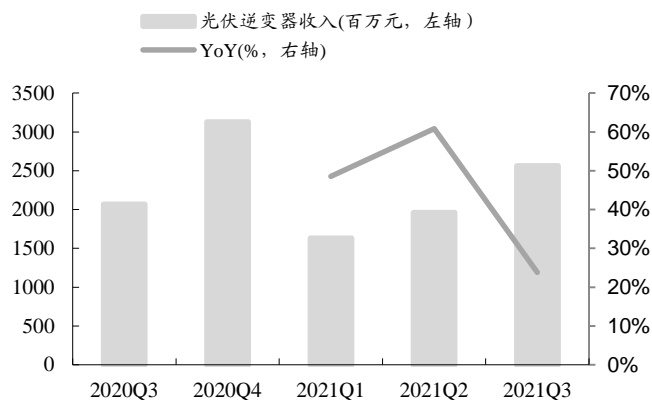


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**逆变器出货继续高增, 户用出货超市场预期, 全年芯片较有保障。**2021Q1-3 公司并网逆变器实现收入 60-62 亿元, 同比增长 37-41%, 其中 2021Q3 实现收入约 25.6 亿元, 同比增长约 24%, 环比增加约 31%; 2021Q1-3 并网逆变器出货 30-31GW, 同比增长 62-68%, 其中 2021Q3 逆变器出货 13GW 左右, 同比增长约 39%, 环比增加约 32%。2021Q3 并网逆变器毛利率环比提升 1pct 至 37%左右, 主要原因在于: 1) 海外出货占比提升, 由 2021H1 的海外出货占比 75%提升至 2021Q3 的 80%左右, 公司预计全年海外出货占比 70%+; 2) 户用出货占比提升, 2021Q1-3 户用逆变器出货接近 30 万台, 单 Q3 出货 15 万台, 超市场预期, 我们预计公司全年户用出货 50-60 万台, 按 15kW/台测算约 8.3GW, 基于户用市场快速发展, 公司预计明年户用仍将翻倍增长。另外, 目前 IGBT 短缺情况下公司库存充足且保供能力强, 截至 2021Q3 末公司存货 93.63 亿元, 较 2021Q2 末提升

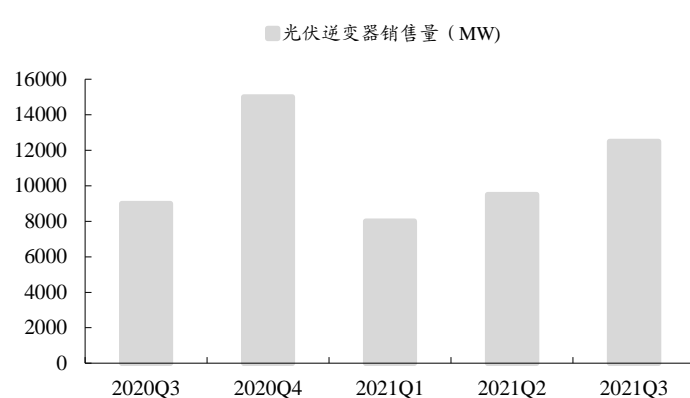
62%，公司与英飞凌保持良好合作，且开始逐渐使用国产芯片，出货保障性强，我们预计 2021 年公司逆变器出货 48-50GW，同增 43%，我们测算出货量全球市占率 30%+。长期看公司逆变器业务渠道、研发、产品力强劲，出货量全球市占率目标 40%。

图 7: 2021Q3 实现收入约 25.6 亿元，同比增长约 24%，环比增加约 31%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

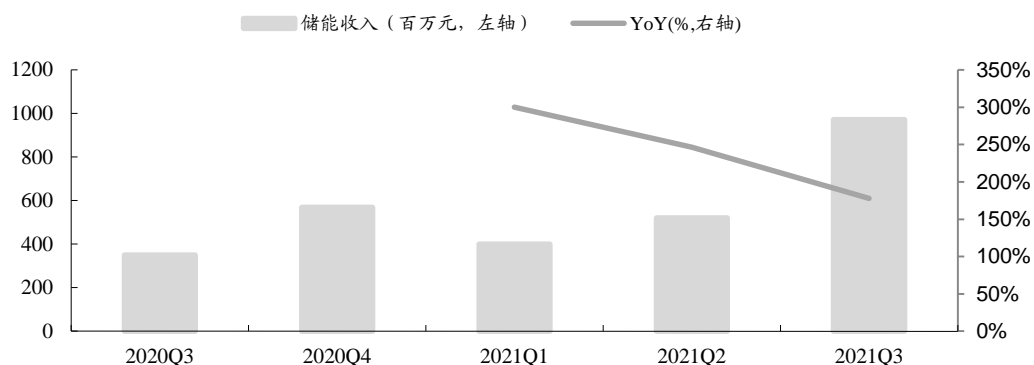
图 8: 2021Q3 逆变器出货 13GW 左右，同比增长约 39%，环比增加约 32%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**储能迎来快速发展，成为新的业绩增长点。**2021Q1-3 公司储能业务实现收入 18-20 亿元，同比增长 200-233%，其中 2021Q3 实现收入约 9.7 亿元，同比增长约 178%，环比增加约 87%；目前公司以直接出货储能系统为主，按照 1.16 元/wh 左右的价格，我们测算公司 2021Q1-3 储能系统出货 1.6-1.8GWh，同比增长 289-338%，其中 2021Q3 储能出货 0.9GWh 左右，同比增长约 178%，环比增加约 87%。国内海外政策密集落地，储能行业高增长开启，公司作为储能逆变器和储能系统双龙头，将充分受益。2021 年公司全年储能出货目标 3GWh 以上，同增约 275%+，据 BNEF 预计，2021 年储能装机达 19.9GWh，按中值测算公司市占率约 15%，同比提升约 7pct。我们预计公司 2021 年储能收入 35 亿元+，同增 200%+，成为新的业绩增长点。

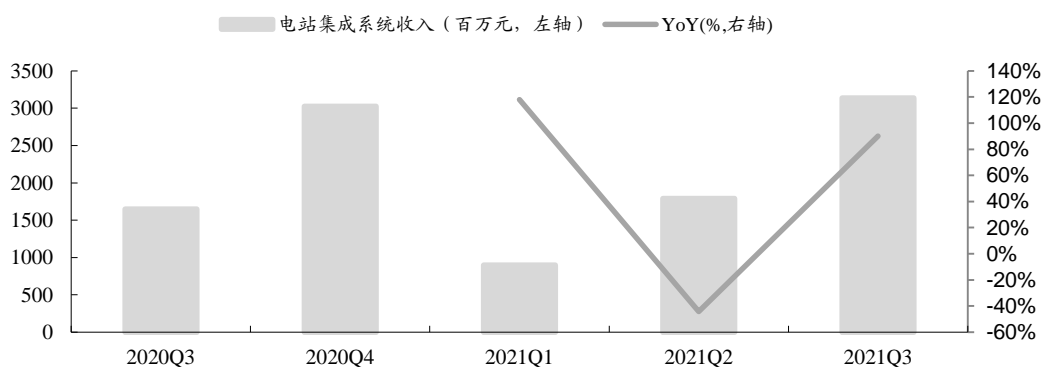
图 9: 公司储能业务 2021Q3 实现收入约 9.7 亿元, 同比增长约 178%, 环比增加约 87% (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**电站业务稳健增长, 风电变流器略有下滑。**公司 2021Q1-3 电站业务实现收入 58-60 亿元, 同比增长 10-14%, 其中 2021Q3 实现收入约 31.4 亿元, 同比增长 90%, 环比增长 75%, 在组件涨价背景下, 公司提前与上游厂商锁价并积极开发新项目, 使得电站业务毛利率逐季提升, 超市场预期。2021Q1-3 风电变流器实现收入 6-7 亿元, 同比下降 21-32%, 对应 9-10GW 出货, 已完成全年目标, 其中 2021Q3 实现收入 1.9 亿元, 同比下降 64%, 环比下降 30%, 对应出货约 3.5GW, 同比下降 42%, 主要是陆风退坡后行业需求大幅下滑所致。

图 10: 公司电站业务 2021Q3 实现收入约 31.4 亿元, 同比增长 90%, 环比增长 75%

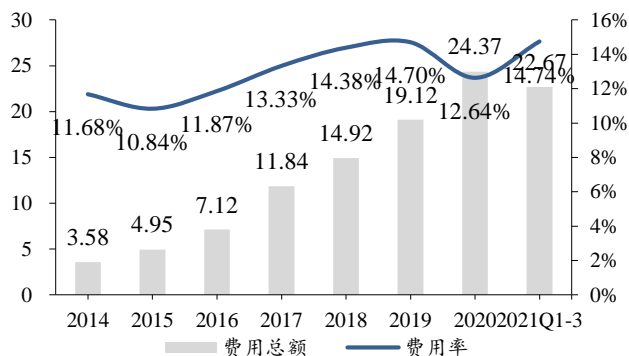


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**三费控制能力稳定, 期间费用率小幅上涨。**公司 2021Q1-3 费用同比增长 35.87% 至 22.67 亿元, 期间费用率同比 0.74 个百分点至 14.74%。其中, 销售、管理 (含研发)、

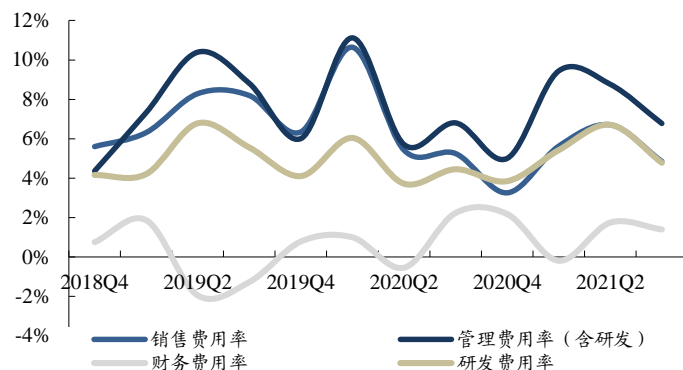
研发、财务费用分别同比上升 17.49%、上升 47.21%、上升 62.75%、上升 75.87%至 8.62 亿元、12.28 亿元、8.5 亿元、1.77 亿元；费用率分别同比下降 0.55、上升 0.98、上升 1.14、上升 0.31 个百分点至 5.61%、7.99%、5.53%、1.15%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +33.27%/+43.62%/+54.87%/-10.16%，费用率分别为 4.85%/6.77%/4.78%/1.39%。

图 11: 2021Q1-3 期间费用 22.67 亿元, 同比+35.87%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q1-3 期间费用 22.67 亿元, 同比+35.87%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

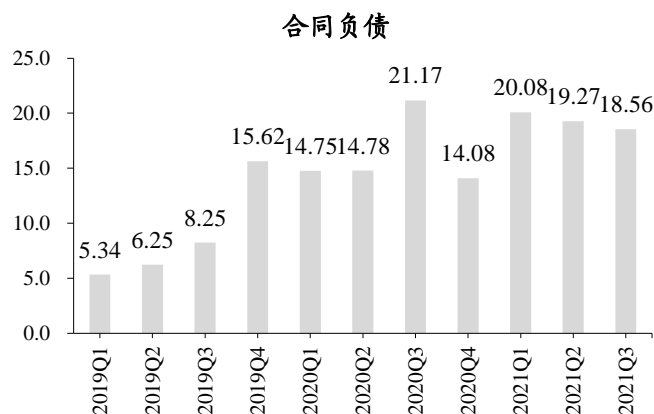
**经营活动现金流量净流出大幅下降。**2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 38.55 亿元, 同比下降 858.43%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额-7.25 亿元; 销售商品取得现金 142.75 亿元, 同比增长 18.57%。期末合同负债 18.56 亿元, 比期初下降 3.72%。期末应收账款 85.49 亿元, 较期初增长 15.06 亿元, 应收账款周转天数下降 16.49 天至 132.9 天。期末存货 93.63 亿元, 较期初上升 54.07 亿元; 存货周转天数上升 13.15 天至 160.15 天。

图 13: 2021Q3 现金净流出-7.25 亿元, 同比-220.33% (亿元)



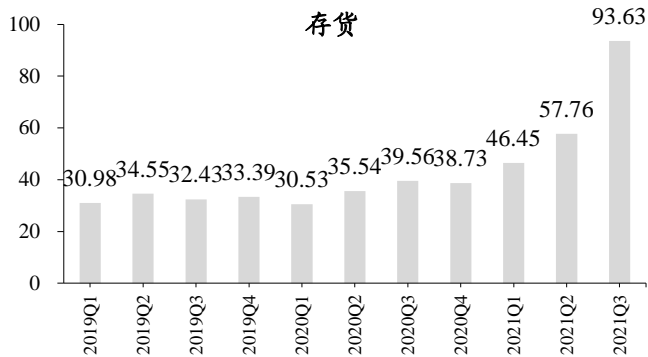
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q3 期末合同负债 18.56 亿元, 同比-12.36% (亿元)



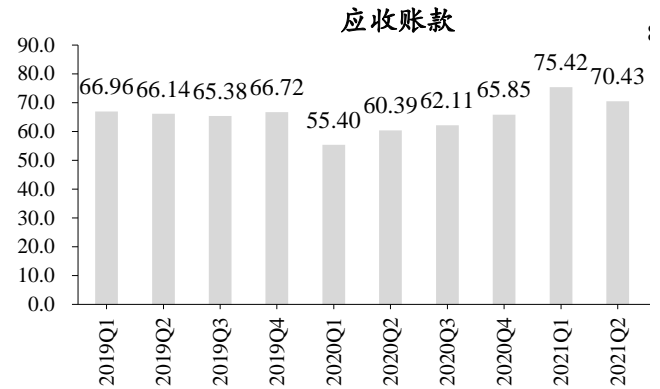
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 15: 2021Q3 期末存货 93.63 亿元, 同比+54.07 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: 2021Q3 期末应收账款 85.49 亿元, 较期初+15.06 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议:** 因 2021 年 IGBT 短缺, 我们略微下调公司 2021 年盈利预测, 光伏 2022-2023 年高增长, 公司作为龙头将受益, 我们上调公司 2022-2023 年盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 26.87、40.88、55.42 亿元 (前值为 30.10、39.10、52.05 亿元), 同比增长 37.5%、52.1%、35.6%, 对应 EPS 为 1.84/2.81/3.80 元, 对应现价 PE 分别 92.71x、60.94x、44.95x, 基于公司的行业地位, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 光伏政策超预期变化。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>23253</b>	<b>30369</b>	<b>41259</b>	<b>51831</b>	<b>营业收入</b>	<b>19286</b>	<b>25475</b>	<b>35899</b>	<b>48947</b>
现金	7417	7141	8525	7574	减:营业成本	14837	18948	26865	37375
应收账款	8200	13959	19635	26354	营业税金及附加	63	178	108	489
存货	3873	5970	8149	11166	营业费用	973	1936	2333	2447
其他流动资产	3762	3299	4950	6736	管理费用	396	1478	1974	2839
<b>非流动资产</b>	<b>4750</b>	<b>5964</b>	<b>7347</b>	<b>8821</b>	财务费用	261	-104	-121	-112
固定资产	3453	4435	5586	6828	加:投资净收益	136	50	14	16
无形资产	129	125	120	116	<b>营业利润</b>	<b>2168</b>	<b>3068</b>	<b>4661</b>	<b>6363</b>
其他非流动资产	762	762	762	762	加:营业外净收支	13	32	55	30
<b>资产总计</b>	<b>28003</b>	<b>36333</b>	<b>48573</b>	<b>61436</b>	<b>利润总额</b>	<b>2182</b>	<b>3100</b>	<b>4716</b>	<b>6393</b>
<b>流动负债</b>	<b>15027</b>	<b>21227</b>	<b>30284</b>	<b>38341</b>	减:所得税费用	206	372	566	767
短期借款	396	120	344	287	少数股东损益	21	41	62	84
应付账款	12092	17131	24289	30719	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1954</b>	<b>2687</b>	<b>4088</b>	<b>5542</b>
其他流动负债	2540	3976	5651	7335	EBIT	3079	3114	4726	6285
<b>非流动负债</b>	<b>2111</b>	<b>2166</b>	<b>2191</b>	<b>2716</b>	EBITDA	3313	3378	5080	6748
长期借款	1781	1811	1811	1811					
其他非流动负债	330	355	380	905	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>17138</b>	<b>23393</b>	<b>32474</b>	<b>41057</b>	每股收益(元)	1.34	1.84	2.81	3.80
少数股东权益	409	442	493	563	每股净资产(元)	7.18	8.58	10.71	13.60
归属母公司股东权益	10456	12498	15605	19817	发行在外股份(百万股)	1457.2	1456.8	1456.8	1456.8
<b>负债和股东权益</b>	<b>28003</b>	<b>36333</b>	<b>48573</b>	<b>61436</b>	ROIC(%)	25.9%	24.3%	39.7%	35.2%
					ROE(%)	18.7%	21.5%	26.2%	28.0%
					毛利率(%)	23.1%	25.6%	25.2%	23.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	10.1%	10.5%	11.4%	11.3%
经营活动现金流	3089	2216	4054	2062	资产负债率(%)	61.2%	64.4%	66.9%	66.8%
投资活动现金流	-114	-1602	-1937	-1987	收入增长率(%)	48.3%	32.1%	40.9%	36.3%
筹资活动现金流	-193	-891	-757	-887	净利润增长率(%)	119.0%	37.5%	52.1%	35.6%
现金净增加额	2712	-276	1360	-812	P/E	127.51	92.71	60.94	44.95
折旧和摊销	233	264	354	462	P/B	23.83	19.94	15.97	12.57
资本开支	-619	-1366	-1701	-1750	EV/EBITDA	80.40	80.70	55.44	43.01
营运资本变动	692	-968	-639	-4061					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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>