

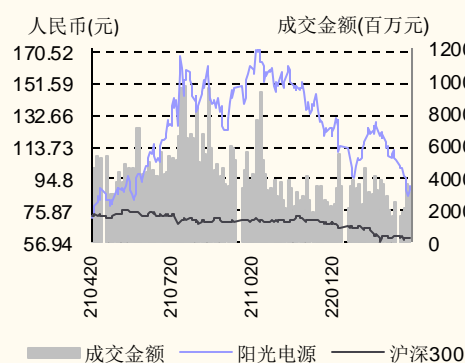
阳光电源 (300274.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 90.10 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.85
已上市流通 A 股(亿股)	10.96
总市值(亿元)	1,338.18
年内股价最高最低(元)	172.54/72.18
沪深 300 指数	4135
创业板指	2454



逆变器业务稳步增长，汇兑损失拖累 Q1 业绩

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,286	24,137	43,969	64,998	86,480
营业收入增长率	48.31%	25.15%	82.17%	47.83%	33.05%
归母净利润(百万元)	1,954	1,583	3,556	5,415	7,343
归母净利润增长率	118.96%	-19.01%	124.71%	52.25%	35.62%
摊薄每股收益(元)	1.341	1.066	2.395	3.646	4.944
每股经营性现金流净额	2.07	-1.43	0.96	4.57	5.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.69%	10.11%	18.88%	22.89%	24.32%
P/E	53.90	136.82	37.63	24.71	18.22
P/B	10.07	13.83	7.10	5.66	4.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月19日, 公司公告2021年及2022年一季度业绩。2021年实现营收241亿元, 同比增长25%; 归母净利润15.8亿元, 同比下降19%, 低于预期。2022年一季度实现营收45.7亿元, 同比增长36%; 归母净利润4.1亿元, 同比增长6%。

经营分析

- 逆变器量利表现亮眼:** 2021年公司光伏逆变器出货量47GW, 同比增长34%, 全球市占率约30%, 同比+3pct, 毛利率33.8%, 同比-1.2pct, 公司在原材料价格上涨的背景下仍保证了市占率目标和相对稳定的盈利能力, 显示出龙头企业的供应链优势。
- EPC、储能毛利率拖累全年业绩:** 2021年公司电站EPC业务实现收入96.8亿元, 同比增长18%, 毛利率11.9%; 储能系统业务实现收入31.4亿元, 同比增长168%, 毛利率14.1%。公司EPC及储能收入整体符合预期, 但由于年底集中计提损失等影响, 毛利率较上半年分别下降1.1pct、7.1pct, 导致公司全年业绩受到拖累。
- 新业务进入加速拓展期, 销售、研发费用率上升:** 公司户用逆变器、储能系统业务均处于加速拓展期, 为了快速抢占份额和保持产品技术布局领先, 公司加大了销售渠道和研发团队建设。销售费用率在2021年和2022Q1分别同比+1.5pct、2.58pct, 2021年研发人员2734人, 同比增长50%, 近4个季度研发费用持续处于3亿元以上, 远高于往年平均水平。
- Q1 盈利能力回归正常, 汇兑损失影响净利率:** 公司一季度各项业务盈利能力回升至正常水平, 综合毛利率29.48%, 与去年同期基本持平。但受到欧元贬值的影响, 公司Q1财务费用0.97亿元, 较去年同期高1.04亿元, 主要为大额汇兑损失所致。
- 存货再创历史新高, 彰显龙头供应链优势:** 公司22Q1存货为130亿元, 环比增加23亿元, 连续创历史新高, 公司为保出货加大芯片备货力度, 保障业绩持续增长。

盈利调整与投资建议

- 根据公司最新年报各项费用开支水平, 调整公司2022-2023年净利润预测至35.6 (-21%)、54.2 (-13%)亿元, 预计公司2024年净利润为73.4亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 全球新冠疫情恶化超预期; 国际贸易环境恶化; 新业务发展不及预期; 人民币汇率波动风险。

相关报告

- 《业绩符合预期, 光储龙头继续高歌猛进-阳光电源2021年三季报...》, 2021.10.20
- 《龙头供应链优势放大, 储能爆发释放业绩弹性-阳光电源2021年...》, 2021.8.20
- 《逆变器驱动短期高增, 平台优势打开成长空间-阳光电源深度报告》, 2021.8.9

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

分析师 SAC 执业编号: S1130522010005
yuwendian@gjzq.com.cn

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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	13,003	19,286	24,137	43,969	64,998	86,480	货币资金	4,457	7,417	7,790	7,891	11,752	18,242	
增长率	48.3%	25.2%	82.2%	47.8%	33.1%		应收款项	8,716	9,630	11,242	17,401	23,782	29,107	
主营业务成本	-9,907	-14,837	-18,765	-33,954	-50,248	-66,810	存货	3,339	3,873	10,768	13,954	16,520	20,135	
%销售收入	76.2%	76.9%	77.7%	77.2%	77.3%	77.3%	其他流动资产	1,917	2,332	6,508	6,970	8,348	9,753	
毛利	3,096	4,449	5,371	10,015	14,750	19,670	流动资产	18,429	23,253	36,307	46,216	60,402	77,237	
%销售收入	23.8%	23.1%	22.3%	22.8%	22.7%	22.7%	%总资产	80.8%	83.0%	84.8%	87.9%	90.0%	91.7%	
营业税金及附加	-47	-63	-82	-132	-195	-259	长期投资	1,121	764	368	478	588	698	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,958	3,453	4,670	4,931	5,131	5,272	
销售费用	-918	-973	-1,583	-2,638	-3,770	-4,929	%总资产	13.0%	12.3%	10.9%	9.4%	7.6%	6.3%	
%销售收入	7.1%	5.0%	6.6%	6.0%	5.8%	5.7%	无形资产	127	163	198	232	262	289	
管理费用	-349	-396	-491	-857	-1,235	-1,600	非流动资产	4,390	4,750	6,533	6,378	6,702	6,964	
%销售收入	2.7%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	%总资产	19.2%	17.0%	15.2%	12.1%	10.0%	8.3%	
研发费用	-636	-806	-1,161	-1,979	-2,860	-3,805	资产总计	22,819	28,003	42,840	52,594	67,104	84,202	
%销售收入	4.9%	4.2%	4.8%	4.5%	4.4%	4.4%	短期借款	516	396	1,730	1,587	260	260	
息税前利润 (EBIT)	1,146	2,210	2,054	4,409	6,690	9,076	应付款项	9,601	12,326	18,266	24,463	34,133	43,551	
%销售收入	8.8%	11.5%	8.5%	10.0%	10.3%	10.5%	其他流动负债	2,076	2,306	3,512	4,066	5,281	6,244	
财务费用	-8	-261	-283	-379	-484	-630	流动负债	12,193	15,027	23,507	30,117	39,674	50,055	
%销售收入	0.1%	1.4%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	长期贷款	1,596	1,781	1,891	1,891	1,891	1,891	
资产减值损失	0	0	0	-133	-224	-284	其他长期负债	275	330	738	656	720	801	
公允价值变动收益	-53	2	66	0	0	0	负债	14,064	17,138	26,136	32,665	42,286	52,748	
投资收益	22	136	355	150	180	200	普通股股东权益	8,594	10,456	15,655	18,835	23,654	30,190	
%税前利润	2.2%	6.2%	18.8%	3.7%	2.9%	2.4%	其中：股本	1,457	1,457	1,485	1,485	1,485	1,485	
营业利润	1,048	2,168	1,898	4,047	6,163	8,363	未分配利润	3,596	5,277	6,533	9,698	14,517	21,053	
营业利润率	8.1%	11.2%	7.9%	9.2%	9.5%	9.7%	少数股东权益	161	409	1,049	1,094	1,164	1,264	
营业外收支	-16	13	-5	0	0	0	负债股东权益合计	22,819	28,003	42,840	52,594	67,104	84,202	
税前利润	1,032	2,182	1,893	4,047	6,163	8,363	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	7.9%	11.3%	7.8%	9.2%	9.5%	9.7%	每股指标							
所得税	-120	-206	-189	-445	-678	-920	每股收益	0.613	1.341	1.066	2.395	3.646	4.944	
所得税率	11.6%	9.4%	10.0%	11.0%	11.0%	11.0%	每股净资产	5.898	7.175	10.541	12.682	15.927	20.327	
净利润	912	1,976	1,704	3,601	5,485	7,443	每股经营现金净流	1.562	2.067	-1.427	0.961	4.570	5.534	
少数股东损益	19	21	121	45	70	100	每股股利	0.060	0.070	0.140	0.263	0.401	0.544	
归属于母公司的净利润	893	1,954	1,583	3,556	5,415	7,343	回报率							
净利率	6.9%	10.1%	6.6%	8.1%	8.3%	8.5%	净资产收益率	10.39%	18.69%	10.11%	18.88%	22.89%	24.32%	
							总资产收益率	3.91%	6.98%	3.69%	6.76%	8.07%	8.72%	
							投入资本收益率	9.31%	15.33%	9.09%	16.75%	22.06%	24.03%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	25.41%	48.31%	25.15%	82.17%	47.83%	33.05%	
							EBIT增长率	7.36%	92.80%	-7.07%	114.65%	51.75%	35.67%	
							净利润增长率	10.24%	118.96%	-19.01%	124.71%	52.25%	35.62%	
							总资产增长率	23.40%	22.72%	52.98%	22.77%	27.59%	25.48%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	182.2	125.5	115.9	110.0	100.0	90.0	
							存货周转天数	106.8	88.7	142.4	150.0	120.0	110.0	
							应付账款周转天数	180.8	154.5	160.8	145.0	130.0	120.0	
							固定资产周转天数	82.4	61.3	64.2	34.9	23.1	16.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-42.63%	-54.43%	-47.78%	-41.27%	-54.05%	-63.28%	
							EBIT利息保障倍数	144.8	8.5	7.3	11.6	13.8	14.4	
							资产负债率	61.63%	61.20%	61.01%	62.11%	63.02%	62.65%	

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
买入	0	6	16	23	68
增持	1	6	9	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.36	1.34	1.00

来源：聚源数据

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。

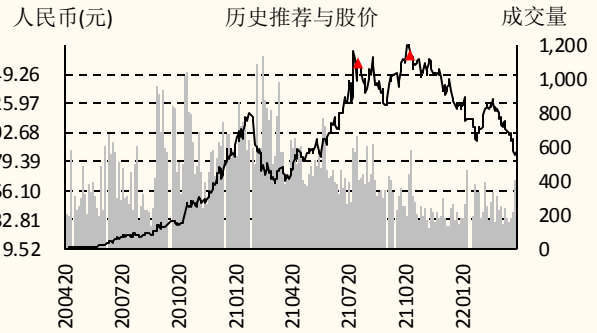
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-09	买入	159.76	192.00 ~ 192.00
2	2021-08-29	买入	149.18	192.00 ~ 192.00
3	2021-10-29	买入	171.00	227.00

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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402