

阳光电源 (300274)

2021年报&2022一季报点评:业绩低于预期,逆变器、储能、户用光伏三大增长值期待

买入 (维持)

2022年04月20日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

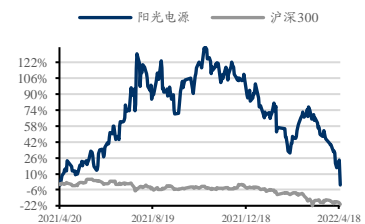
执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	24,137	37,397	50,781	62,408
同比	25%	55%	36%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	1,583	3,130	4,534	5,895
同比	-19%	98%	45%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.07	2.11	3.05	3.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	67.64	34.21	23.61	18.16

投资要点

- 事件:** 公司 2021 年实现营收 241.37 亿元, 同增 25%; 归母净利润 15.83 亿元, 同减 19%, 其中 2021Q4 实现营收 87.63 亿元, 同增 19%, 环增 22%; 归母净利润 0.78 亿元, 同减 90%, 环减 90%。2022Q1 实现营收 45.68 亿元, 同增 36%, 环减 48%; 归母净利润 4.11 亿元, 同增 6%, 环增 427%, 略低于市场预期, 主要是销售和研发费用增长、电站业务计提及疫情导致储能递延交付的罚款所致。
- 光伏逆变器出货持续高增, 户用占比快速提升。** 2021 年光伏逆变器业务实现收入 90.5 亿元, 同增 20.44%, 贡献利润 13-14 亿元。公司 2021 年实现逆变器销量 47GW (国内 18GW, 海外 29GW), 同增 34%, 我们测算出货量全球市占率 30%; 逆变器毛利率 33.8%, 同比-1.23pct。其中 2021Q4 实现出货约 17GW, 同增 13%, 环增 36%左右, 2021Q4 毛利率 25-26%, 下滑 10-13pct, 主要是 2021Q4 国内抢装使得国内占比提升至 40%+, 拉低了毛利率。2022Q1 公司逆变器收入约 25-26 亿元, 同环比 +55%/-17%左右, 实现销量约 12GW, 同增 50%左右, 毛利率修复至 35-36%, 原因: 1) 2022Q1 高毛利的海外市场出货占比 70%左右, 同时 1 月起海外提价 10%左右; 2) 高毛利的户用逆变器 2022Q1 出货 12 万台, 对应约 1.5-1.8GW, 占比快速提升至 12-15%。市场需求旺盛, 但 IGBT 短缺, 公司加大 IGBT 备货, 同时引入国内供应商, 保供能力强, 我们预计 2022 年出货目标 70GW, 同增 49%, 龙一地位稳固。
- 储能需求旺盛, 收入高速增长。** 2021 年储能业务实现收入 31.4 亿元, 同增 168.51%, 贡献利润 2 亿元左右。公司 2021 年实现发货约 3GWh, 确认收入的销量 2.6-2.8GWh, 同比翻两倍, 毛利率 14.11%, 同比-7.85pct, 主要是 2021Q4 递延交付缴纳罚款扣减收入所致。因海外电价快速上涨, 储能市场需求爆发, 2022Q1 公司实现储能收入 6-7 亿元, 同增 160%左右, 毛利率回升至 20%左右。公司采取无电芯战略, 与宁德时代深度合作, 提前锁定电芯保证出货, 我们预计 2022 年公司储能出货约 6GWh 左右, 同比翻倍增长, 公司计划着力开拓欧洲澳洲的家储市场, 我们预计公司 2022 年家储出货 10 万台, 带来稳定利润贡献。
- 盈利预测与投资评级:** 因公司渠道布局和产品研发带来费用明显增长, 我们下调公司业绩, 我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润 31.3/45.3/59.0 亿元 (前值 2022/23 年为 40.88/55.42 亿元), 同增 98%/45%/30%。我们给予公司 2022 年 50 倍 PE, 对应目标价 105.5 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧, 原材料供给不确定。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	72.08
一年最低/最高价	72.08/172.54
市净率(倍)	6.65
流通 A 股市值(百万元)	81,058.36
总市值(百万元)	107,054.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.84
资产负债率(% ,LF)	61.10
总股本(百万股)	1,485.22
流通 A 股(百万股)	1,124.56

相关研究

《阳光电源(300274): 逆变器毛利率逆势提升, 储能持续高速增长》

2021-10-29

《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

图表目录

图 1:	2021 年收入 241.37 亿元, 同比+25.15% (亿元, %)	3
图 2:	2021 年归母净利润 15.83 亿元, 同比-19.01% (亿元, %)	3
图 3:	2022Q1 收入 45.68 亿元, 同比+36.48% (亿元, %)	4
图 4:	2022Q1 归母净利润 4.11 亿元, 同比+6.26% (亿元, %)	4
图 5:	2021 年毛利率、归母净利率同比-0.81、-3.58pct (%)	4
图 6:	2022Q1 毛利率、归母净利率同比-0.08、-2.56pct (%)	4
图 7:	光伏逆变器出货及毛利率情况 (左轴: MW, 右轴: %)	5
图 8:	储能业务出货及毛利率情况 (左轴: MW, 右轴: %)	6
图 9:	电站业务收入及毛利率情况 (左轴: 百万元, 右轴: %)	6
图 10:	2021 年期间费用 35.18 亿元, 同比+44.36% (亿元, %)	7
图 11:	2022Q1 期间费用率 20.16%, 同比+5.28pct (亿元, %)	7
图 12:	2022Q1 经营现金净流出 16.83 亿元 (亿元)	8
图 13:	2022Q1 期末合同负债 21.02 亿元, 同比+4.68% (亿元)	8
图 14:	2022Q1 期末存货 130.32 亿元 (亿元)	8
图 15:	2022Q1 期末应收账款 82.7 亿元 (亿元)	8
表 1:	2021 年收入 241.37 亿元, 同比增长 25.15%; 盈利 18.93 亿元, 同比下降 13.24% (单位: 亿元)	3
表 2:	2021 年阳光电源收入、毛利率情况	4

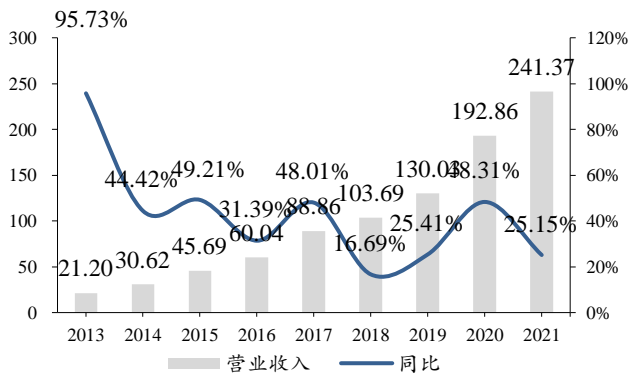
事件: 公司 2021 年实现营收 241.37 亿元, 同增 25%; 归母净利润 15.83 亿元, 同减 19%, 其中 2021Q4 实现营收 87.63 亿元, 同增 19%, 环增 22%; 归母净利润 0.78 亿元, 同减 90%, 环减 90%。2022Q1 实现营收 45.68 亿元, 同增 36%, 环减 48%; 归母净利润 4.11 亿元, 同增 6%, 环增 427%, 略低于市场预期, 主要是销售和研发费用增长、电站业务计提及疫情导致储能递延交付的罚款所致。

表1: 2021 年收入 241.37 亿元, 同比增长 25.15%; 盈利 18.93 亿元, 同比下降 13.24% (单位: 亿元)

阳光电源	2021	2020	同比	2022Q1	2021Q1	同比	2021Q4	2022Q1 环比
营业收入	241.37	192.86	25.2%	45.68	33.47	36.5%	87.63	-47.9%
毛利率	22.3%	23.1%	-0.8pct	29.5%	29.6%	-0.1pct	13.2%	+16.3pct
营业利润	18.98	21.68	-12.5%	4.79	4.28	12.0%	0.62	669.5%
利润总额	18.93	21.82	-13.2%	4.89	4.33	13.1%	0.55	791.0%
归属母公司净利润	15.83	19.54	-19.0%	4.11	3.87	6.3%	0.78	427.3%
扣非归母净利润	13.35	18.46	-27.7%	3.71	3.78	-2.0%	-1.17	-415.7%
归母净利率	6.6%	10.1%	-3.6pct	9.0%	11.6%	-2.6pct	0.9%	+8.1pct
股本	14.85	14.57	-	14.85	14.57	-	14.85	-
EPS	1.07	1.34	-20.5%	0.28	0.27	4.2%	0.05	427.3%

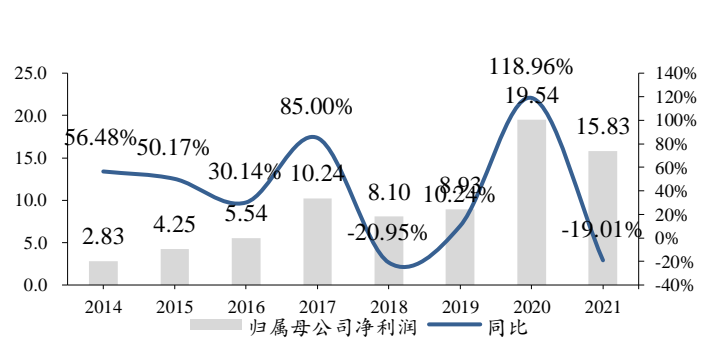
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2021 年收入 241.37 亿元, 同比+25.15% (亿元, %)



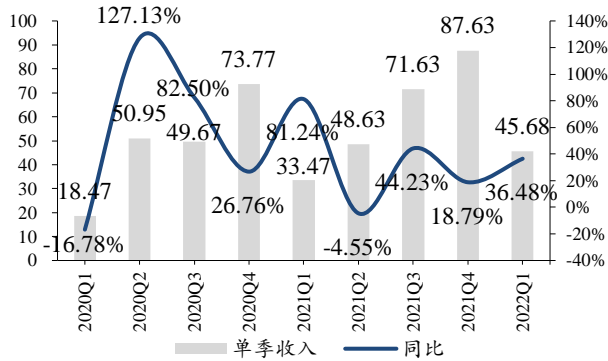
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2021 年归母净利润 15.83 亿元, 同比-19.01% (亿元, %)



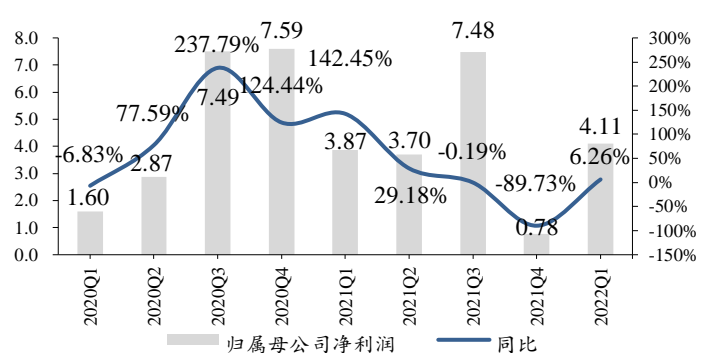
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q1收入 45.68 亿元, 同比+36.48% (亿元, %)



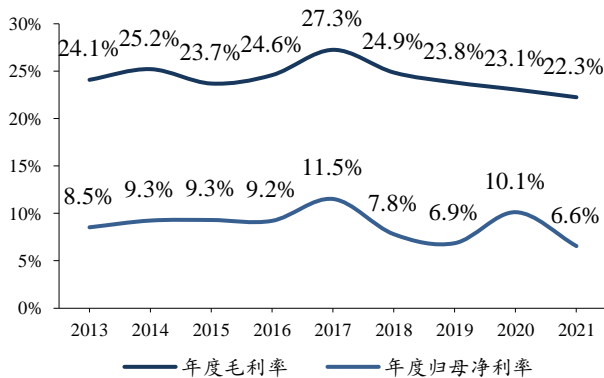
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q1归母净利润 4.11 亿元, 同比+6.26% (亿元, %)



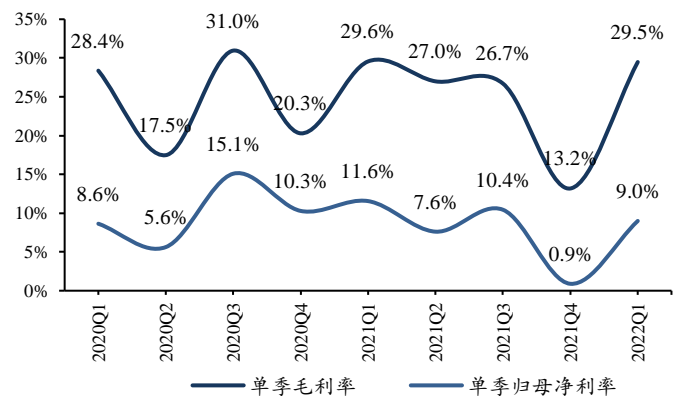
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2021年毛利率、归母净利率同比-0.81、-3.58pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q1毛利率、归母净利率同比-0.08、-2.56pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

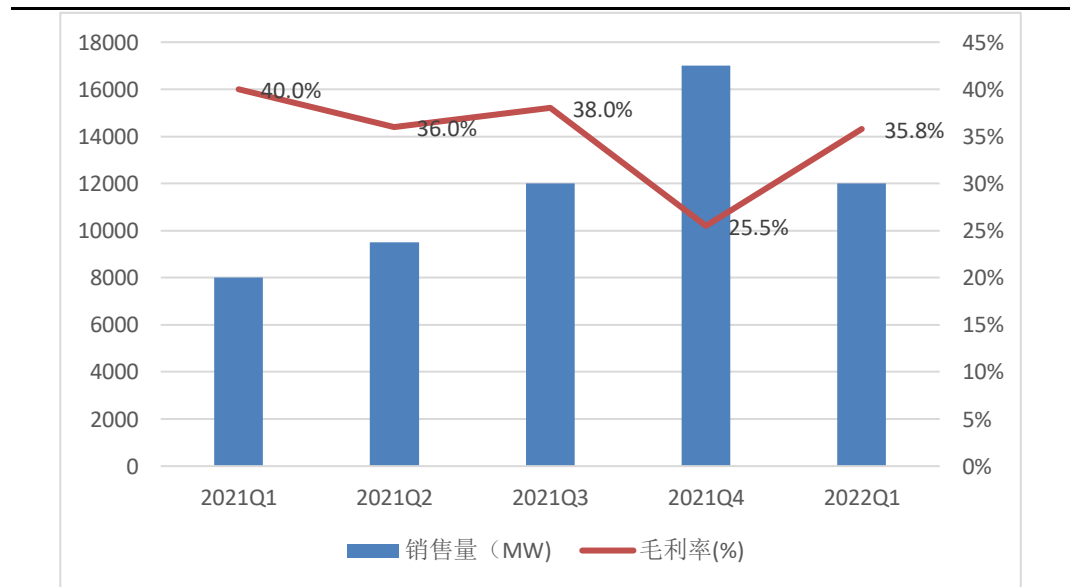
表2: 2021年阳光电源收入、毛利率情况

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	189.31	145.01	23.40%	18.15%	16.97%	0.77pct
储能行业	31.38	26.95	14.11%	168.51%		
其他	20.68	15.69	24.11%	-1.23%		
分产品						
光伏逆变器	90.51	59.91	33.80%	20.44%	22.72%	-1.23pct
电站投资开发	96.79	85.26	11.91%	17.65%	14.49%	2.42pct
储能系统	31.38	26.95	14.11%	168.51%	195.50%	-7.85pct
风电变流器	11.77	9.4	20.18%	-16.79%	-11.82%	-4.45pct
光伏电站发电	4.86	2.26	53.47%	29.80%	59.15%	-8.52pct
其他	6.07	3.87	36.24%	3.43%	-0.26%	2.34pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

光伏逆变器出货持续高增，户用占比快速提升。2021 年光伏逆变器业务实现收入 90.5 亿元，同增 20.44%，贡献利润 13-14 亿元。公司 2021 年实现逆变器销量 47GW（国内 18GW，海外 29GW），同增 34%，我们测算出货量全球市占率 30%；逆变器毛利率 33.8%，同比-1.23pct。其中 2021Q4 实现出货约 17GW，同增 13%，环增 36%左右，2021Q4 毛利率 25-26%，下滑 10-13pct，主要是 2021Q4 国内抢装使得国内占比提升至 40%+，拉低了毛利率。2022Q1 公司逆变器收入约 25-26 亿元，同环比+55%/-17%左右，实现销量约 12GW，同增 50%左右，毛利率修复至 35-36%，原因：1）2022Q1 高毛利的海外市场出货占比 70%左右，同时 1 月起海外提价 10%左右；2）高毛利的户用逆变器 2022Q1 出货 12 万台，对应约 1.5-1.8GW，占比快速提升至 12-15%。市场需求旺盛，但 IGBT 短缺，公司 2022Q1 库存较年初提升 20%+，加大 IGBT 备货，同时引入国内供应商，保供能力强，我们预计 2022 年出货目标 70GW，同增 49%，公司加大渠道、研发、产品布局，龙一地位稳固。

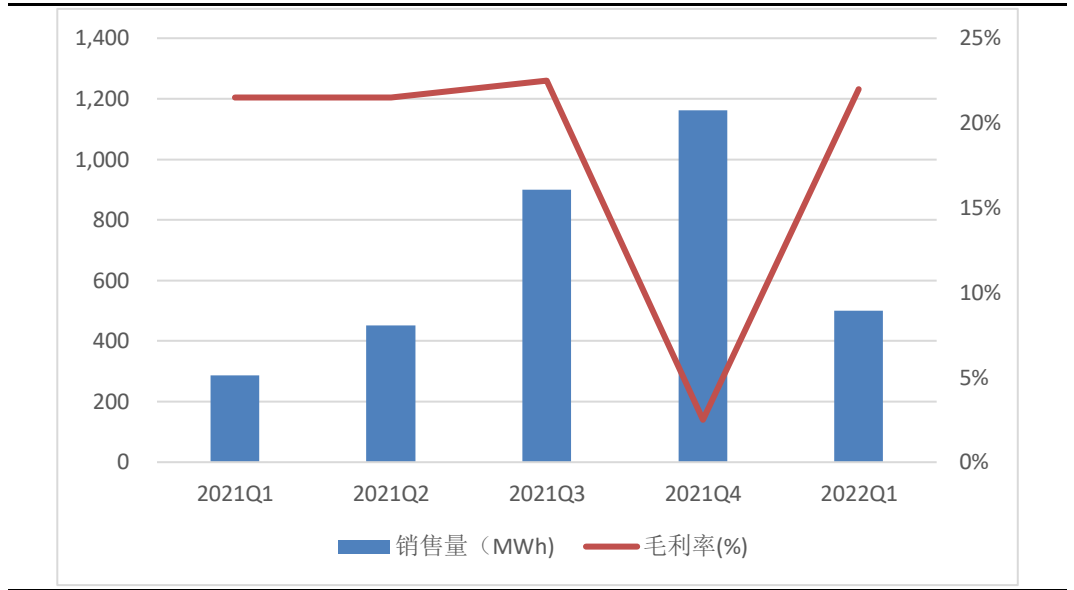
图7：光伏逆变器出货及毛利率情况（左轴：MW，右轴：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

储能需求旺盛，收入高速增长。2021 年储能业务实现收入 31.4 亿元，同增 168.51%，贡献利润 2 亿元左右。公司 2021 年实现发货约 3GWh，确认收入的销量 2.6-2.8GWh，同比翻两倍，毛利率 14.11%，同比-7.85pct，主要是 2021Q4 递延交付缴纳罚款扣减收入所致。因海外电价快速上涨，储能市场需求爆发，2022Q1 公司实现储能收入 6-7 亿元，同增 160%左右，毛利率回升至 20%左右。公司采取无电芯战略，与宁德时代深度合作，提前锁定电芯保证出货，我们预计 2022 年公司储能出货约 6GWh 左右，同比翻倍增长，公司计划着力开拓欧洲澳洲的家储市场，我们预计公司 2022 年家储出货 10 万台，带来稳定利润贡献。

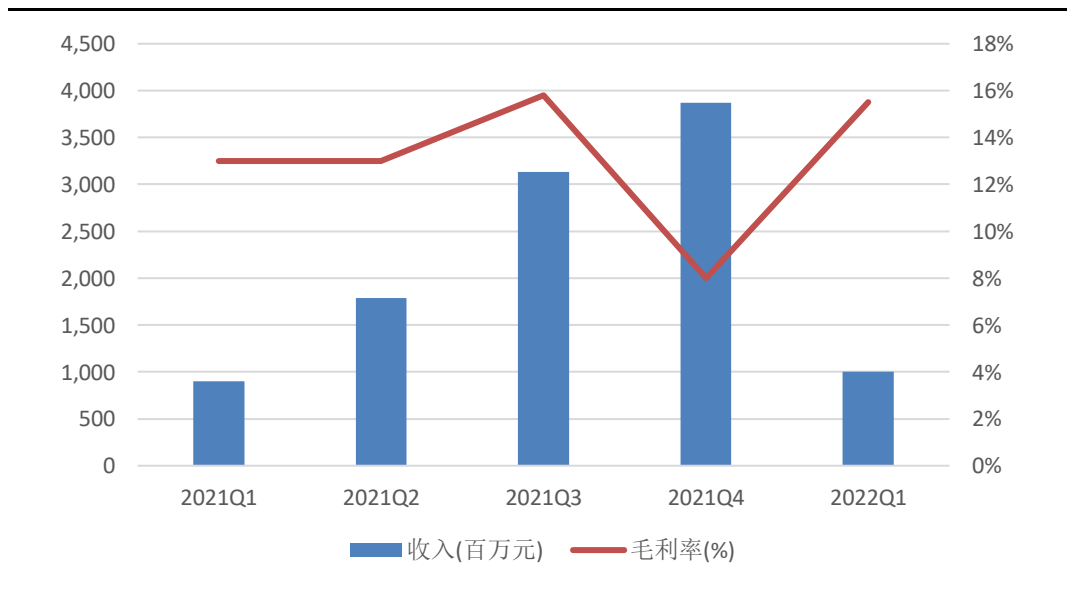
图8: 储能业务出货及毛利率情况 (左轴: MWh, 右轴: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电站 2022Q1 扭亏为盈, 分布式开发量增长迅速。2021 年电站业务实现收入 96.8 亿元, 同增 17.65%, 贡献利润 3-4 亿元, 毛利率 11.91%, 同比+2.42pct, 在组件价格持续上涨的情况下盈利相对稳定, 但资产延期交付, 减值计提影响利润。我们预计 2022Q1 电站业务已扭亏, 实现收入 10-15 亿元, 毛利率 15%左右; 我们预计 2022 年公司电站开发体量进一步扩大至 5GW+, 其中分布式开发 3-4GW, 同增 192%, 带来电站业务利润改善。

图9: 电站业务收入及毛利率情况 (左轴: 百万元, 右轴: %)

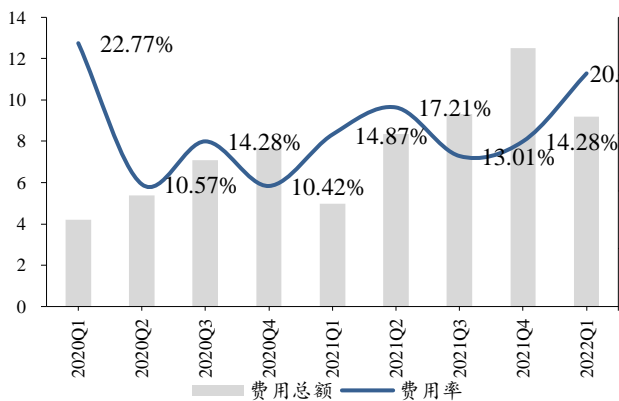


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021年风电市占率提升，新业务持续拓展布局。2021年风电变流器实现收入11.77亿元，同减16.79%，实现出货15GW+，同减6%左右，毛利率20.18%，同比-4.45pct，因抢装过后风电市场需求略微下滑、价格竞争激烈所致，但公司市占率提升至30%左右。新业务领域，公司电控产品推广顺利，收入体量快速增长，公司坚持氢能前瞻布局，扩大研发投入，充电桩、水面光伏、智能运维等业务稳步推进，实现多业务布局发展。

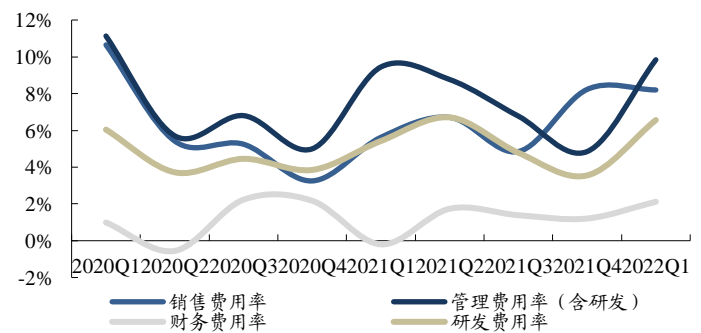
因销售人员扩张和强化渠道布局及产品研发，公司费用率略有提升：公司2021年费用同比增长44.36%至35.18亿元，期间费用率上升1.94个百分点至14.58%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升62.58%、上升37.42%、上升44.03%、上升8.43%至15.83亿元、16.52亿元、11.61亿元、2.83亿元；费用率分别上升1.51、上升0.61、上升0.63、下降0.18个百分点至6.56%、6.85%、4.81%、1.17%。2022Q1，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+99.01%/+42.17%/+65.20%/-1571.22%，费用率分别为8.20%/9.84%/6.56%/2.12%。销售费用大幅增长，主要是销售人员规模增加，相应销售人员薪酬及计提的售后维修费增长较大所致；研发费用大幅增长，主要是研发人员规模增加，人员薪酬增加；研发项目增多，项目投入增加所致。

图10: 2021年期间费用 35.18 亿元，同比+44.36% (亿)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022Q1期间费用率 20.16%，同比+5.28pct (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

现金流大幅流出，存货大幅增长：2021年经营活动现金流量净流出16.39亿元，同比下降153.05%，主要是固定资产投资增加，电站业务规模扩大等所致；期末存货107.68亿元，较期初上升68.94亿元。2022Q1经营活动现金净流出16.83亿元；2022Q1销售商品取得现金57.56亿元，同比增长55.33%。2022Q1期末合同负债21.02亿元，同比增长4.68%。2022Q1期末存货130.32亿元，同比增加83.87亿元，主要是芯片紧缺导致半成品增加，疫情影响运输，在途品增加，以及提前备货原材料器件所致；2022Q1期末应

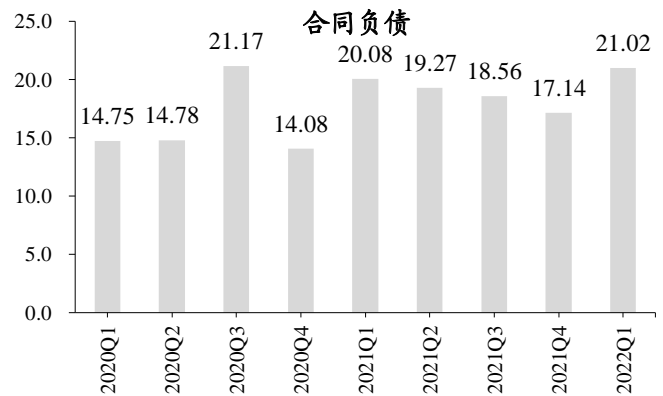
收账款 82.7 亿元，同比增加 7.28 亿元。

图12: 2022Q1 经营现金净流出 16.83 亿元 (亿元)



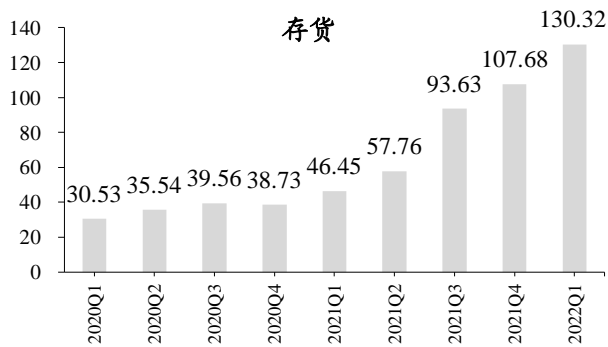
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022Q1 期末合同负债 21.02 亿元, 同比+4.68% (亿元)



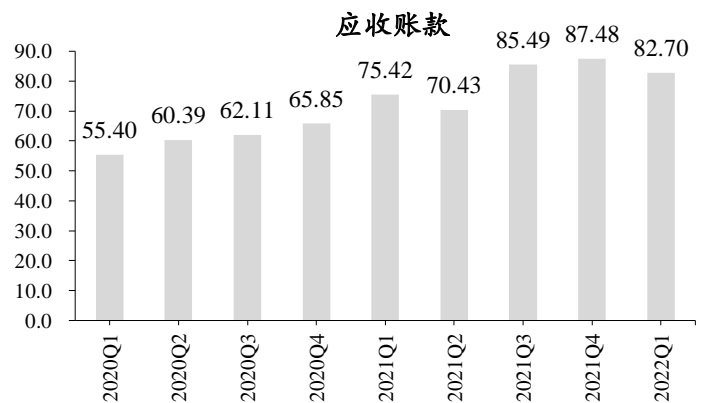
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q1 期末存货 130.32 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022Q1 期末应收账款 82.7 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 因公司渠道布局和产品研发带来费用明显增长, 我们下调公司业绩, 我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润 31.3/45.3/59.0 亿元 (前值 2022/23 年为 40.88/55.42 亿元), 同增 98%/45%/30%。我们给予公司 2022 年 50 倍 PE, 对应目标价 105.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 原材料供给不确定等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	36,307	49,713	65,891	84,398	营业总收入	24,137	37,397	50,781	62,408
货币资金及交易性金融资产	11,603	15,632	20,035	24,982	营业成本(含金融类)	18,765	28,764	39,105	48,069
经营性应收款项	10,655	18,532	23,329	29,283	税金及附加	82	112	152	156
存货	10,768	11,136	15,895	21,939	销售费用	1,583	2,618	3,301	3,807
合同资产	1,364	1,333	2,413	2,906	管理费用	491	711	914	1,061
其他流动资产	1,917	3,079	4,219	5,288	研发费用	1,161	1,683	2,234	2,684
非流动资产	6,533	7,365	8,258	8,967	财务费用	283	114	175	256
长期股权投资	115	235	305	355	加:其他收益	186	224	264	306
固定资产及使用权资产	4,590	5,427	6,264	6,896	投资净收益	355	75	91	94
在建工程	424	250	183	155	公允价值变动	66	40	50	60
无形资产	174	208	247	283	减值损失	-481	-200	-180	-160
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	45	51	50
长期待摊费用	24	20	23	27	营业利润	1,898	3,581	5,175	6,725
其他非流动资产	1,205	1,225	1,236	1,251	营业外净收支	-5	4	18	28
资产总计	42,840	57,078	74,149	93,365	利润总额	1,893	3,585	5,193	6,753
流动负债	23,507	34,409	46,696	59,724	减:所得税	189	358	519	675
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,730	2,930	4,230	6,190	净利润	1,704	3,226	4,674	6,077
经营性应付款项	17,765	25,611	34,570	43,601	减:少数股东损益	121	97	140	182
合同负债	1,714	2,675	3,637	4,470	归属母公司净利润	1,583	3,130	4,534	5,895
其他流动负债	2,299	3,193	4,259	5,463	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	2.11	3.05	3.97
非流动负债	2,629	2,739	2,849	2,959	EBIT	1,796	3,510	5,074	6,631
长期借款	1,891	2,001	2,111	2,221	EBITDA	2,144	3,977	5,629	7,246
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.25	23.09	22.99	22.98
租赁负债	284	284	284	284	归母净利率(%)	6.56	8.37	8.93	9.45
其他非流动负债	454	454	454	454	收入增长率(%)	25.15	54.94	35.79	22.90
负债合计	26,136	37,148	49,545	62,683	归母净利润增长率(%)	-19.01	97.74	44.86	30.03
归属母公司股东权益	15,655	18,785	23,318	29,214					
少数股东权益	1,049	1,145	1,286	1,468					
所有者权益合计	16,704	19,930	24,604	30,682					
负债和股东权益	42,840	57,078	74,149	93,365					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,639	3,999	4,450	4,286	每股净资产(元)	10.54	12.65	15.70	19.67
投资活动现金流	-3,713	-2,175	-1,888	-1,752	最新发行在外股份(百万股)	1,485	1,485	1,485	1,485
筹资活动现金流	5,179	1,165	1,190	1,753	ROIC(%)	9.61	13.81	16.20	16.91
现金净增加额	-193	2,989	3,753	4,287	ROE-摊薄(%)	10.11	16.66	19.44	20.18
折旧和摊销	348	467	555	614	资产负债率(%)	61.01	65.08	66.82	67.14
资本开支	-1,653	-1,105	-1,284	-1,175	P/E (现价&最新股本摊薄)	67.64	34.21	23.61	18.16
营运资本变动	-3,231	393	-894	-2,787	P/B (现价)	6.84	5.70	4.59	3.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

