

# 阳光电源 (300274)

## 2022 中报点评: 逆变器出货高增, 2023 年储能加速放量

买入 (维持)

2022 年 08 月 28 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  
guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	24,137	37,431	71,861	96,979
同比	25%	55%	92%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	1,583	2,816	5,514	7,176
同比	-19%	78%	96%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.07	1.90	3.71	4.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	123.54	69.44	35.46	27.25

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 公司 2022H1 实现营收 122.81 亿元, 同增 49.59%; 归母净利润 9 亿元, 同增 18.95%。其中 2022Q2 实现营收 77.14 亿元, 同增 58.60%, 环增 68.87%; 归母净利润 4.9 亿元, 同增 32.21%, 环增 19.13%。2022Q2 销售费用率同环增 2.9pct/1.4pct, 主要系售后维修费用大幅增加及计提质保金所致; 财务费用率同环减 4.9pct/5.2pct, 主要系人民币兑美元贬值带来汇兑收益所致, 业绩符合市场预期。
- **逆变器出货高增, 户用占比不断提升。** 2022H1 公司光伏逆变器业务实现收入 59.33 亿元, 同增 65%, 实现出货 31GW, 同增 77%, 市占率约 34%, 同比提升 1-2pct。分结构看, 渠道出货约 37 万台, 其中户用约 30.5 万台。2022H1 逆变器毛利率 32.51%, 同比-5.64pct, 主要系运费以及电芯功率器件涨价所致, 2022 年下半年随海外及分布式放量带来占比提升叠加 2022Q2 涨价传导至 2022Q3 将改善毛利率。IGBT 方面公司加快引入国内供应商, 国产 IGBT 快速上量, 支撑出货快速增长, 2022Q3 我们预计 IGBT 单管国产比例提升至 30%-40%, 我们预计 2022 年出货 70GW, 同增 49%, 其中分布式占比约 40%, 出货约 100 万台, 单独户用约 80 万台, 2023 年我们预计出货 120-130GW, 同增 70%+, 其中户用约 160 万台, 持续高增。
- **储能需求旺盛, 营收高增。** 2022H1 年储能系统业务实现收入 23.86 亿元, 同增 159.33%, 出货约 2gwh, 市占率约为 11%, 其中户储系统出货约 1.5 万台。盈利方面, 2022H1 毛利率为 18.37%, 同比-2.86pct, 主要系运费及电芯价格上涨所致, 2022H2 储能报价联动碳酸锂价格叠加户储放量, 盈利将有所提升。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 5-6gwh, 同比翻倍增长, 其中户储系统出货 10 万台, 2023 年我们预计储能出货 20gwh+, 户储逆变器出货 100 万套, 其中一半自用配套户储系统, 户储系统出货约 50 万台, 翻 4-5 倍增长。
- **盈利预测与投资评级:** 基于 2022 年电芯价格上涨, 储能盈利有所下滑, 但公司 2023 年储能需求快速出货, 我们略微下调 2022 年盈利预测, 上调 2023 年盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 28.2/55.1/71.8 亿元 (前值为 31.3/45.3/59.0 亿元), 同增 78%/96%/30%, 我们给予 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 185.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	131.65
一年最低/最高价	56.01/178.98
市净率(倍)	12.30
流通 A 股市值(百万元)	148,531.81
总市值(百万元)	195,525.39

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.70
资产负债率(% ,LF)	66.10
总股本(百万股)	1,485.19
流通 A 股(百万股)	1,128.23

### 相关研究

《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得期待》

2022-04-21

《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

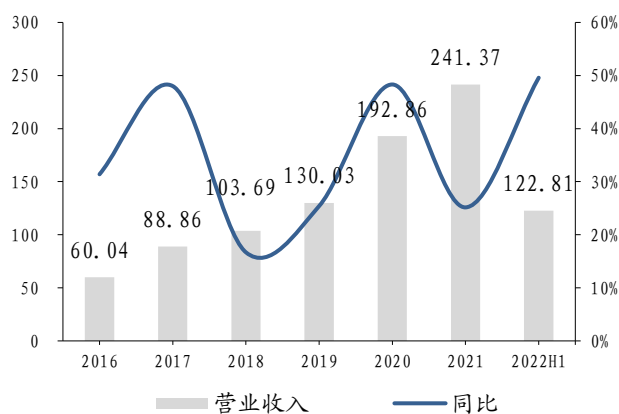
**事件:** 公司发布2022年半年报,2022H1实现营业收入122.81亿元,同比增长49.59%;实现利润总额10.98亿元,同比增长21.43%;实现归属母公司净利润9亿元,同比增长18.95%。其中2022Q2实现营业收入77.14亿元,同比增长58.60%,环比增长68.87%;实现归属母公司净利润4.9亿元,同比增长32.21%,环比增长19.13%。2022H1毛利率为25.54%,同比下降2.5pct,2022Q2毛利率23.20%,同比下降3.8pct,环比下降6.3pct;2022H1归母净利率为7.3%,同比下降1.9pct,2022Q2归母净利率6.3%,同比下降1.3pct,环比下降2.6pct。2022Q2销售费用率同环增2.9pct/1.4pct,主要系售后维修费用大幅增加及计提质保金所致;财务费用率同环减4.9pct/5.2pct,主要系人民币兑美元贬值带来汇兑收益所致。业绩符合市场预期。

**表1: 2022H1 收入 122.81 亿元, 同比增长 49.59%; 归属母公司净利润 9 亿元, 同比增长 18.95% (单位: 亿元)**

阳光电源	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	122.81	82.10	49.6%	77.14	48.63	58.6%	45.68	68.9%
毛利率	25.5%	28.0%	-2.5pct	23.2%	27.0%	-3.8pct	29.5%	-6.3pct
营业利润	10.83	9.03	20.0%	6.04	4.75	27.2%	4.79	26.1%
利润总额	10.98	9.04	21.4%	6.09	4.33	40.6%	4.89	24.4%
归属母公司净利润	9.00	7.57	19.0%	4.90	3.70	32.2%	4.11	19.1%
扣非归母净利润	7.95	7.20	10.5%	4.25	3.42	24.3%	3.71	14.7%
归母净利率	7.3%	9.2%	-1.9pct	6.3%	7.6%	-1.3pct	9.0%	-2.6pct
股本(亿股)	14.85	14.57	-	14.85	14.57	-	14.85	-
EPS(元/股)	0.61	0.52	16.7%	0.33	0.25	29.7%	0.28	19.1%

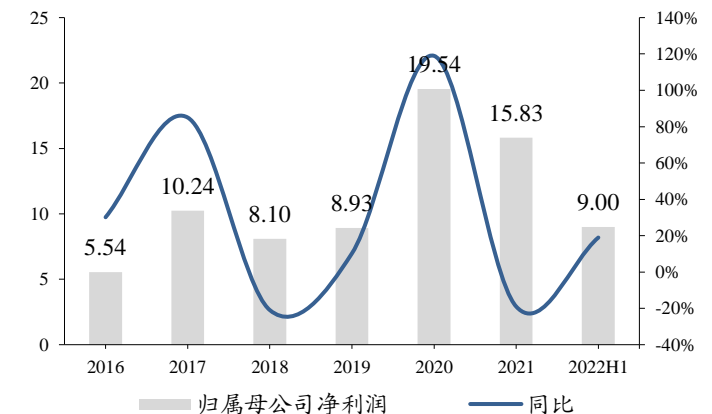
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022H1 收入 122.81 亿元, 同比+49.59% (亿元, %)**



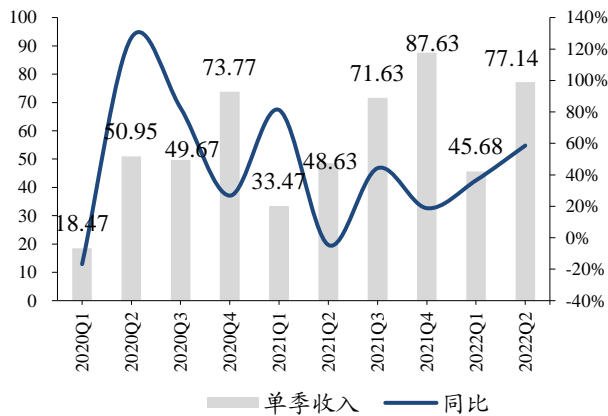
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022H1 归母净利润 9 亿元, 同比+18.95% (亿元, %)**



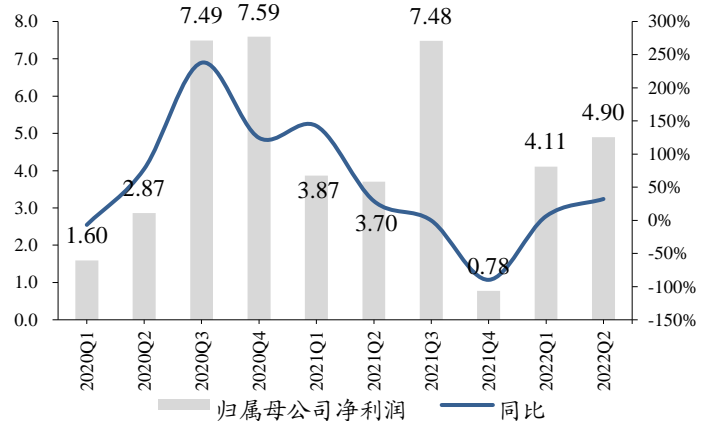
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 77.14 亿元, 同比+58.60% (亿元, %)



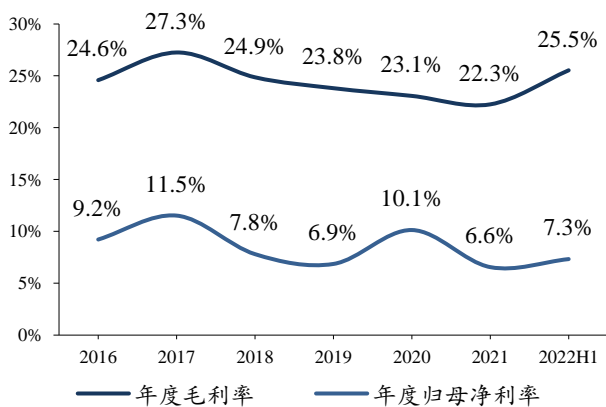
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 4.9 亿元, 同比+32.21% (亿元, %)



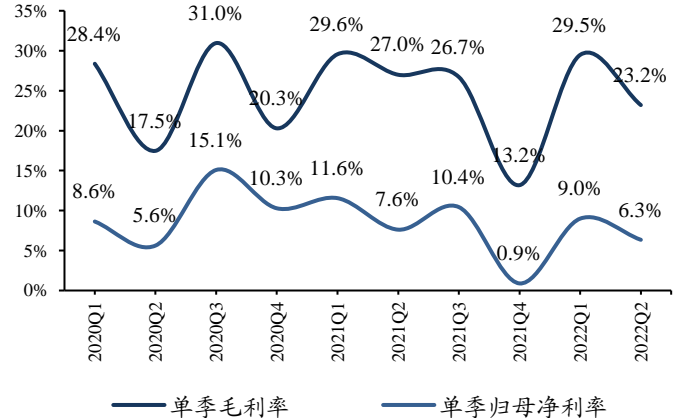
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比-2.51、-1.89pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

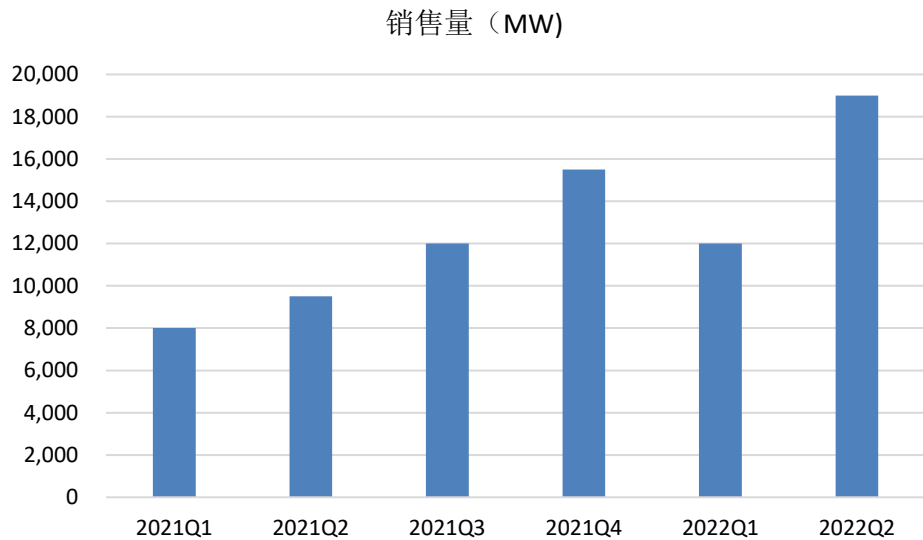
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比-3.8、-1.27pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**逆变器出货高增, 户用占比不断提升。**2022H1 公司光伏逆变器业务实现收入 59.33 亿元, 同增 65%, 实现出货 31GW, 同增 77%, 市占率约 34%, 同比提升 1-2pct。分结构看, 渠道出货约 37 万台, 其中户用约 30.5 万台。2022H1 逆变器毛利率 32.51%, 同比-5.64pct, 主要系运费以及电芯功率器件涨价所致, 2022 年下半年随海外及分布式放量带来占比提升叠加 2022Q2 涨价传导至 2022Q3 将改善毛利率。IGBT 方面公司加快引入国内供应商, 国产 IGBT 快速上量, 支撑出货快速增长, 2022Q3 我们预计 IGBT 单管国产比例提升至 30%-40%, 我们预计 2022 年出货 70GW, 同增 49%, 其中分布式占比约 40%, 出货约 100 万台, 单独户用约 80 万台, 2023 年我们预计出货 120-130GW, 同增 70%+, 其中户用约 160 万台, 持续高增。

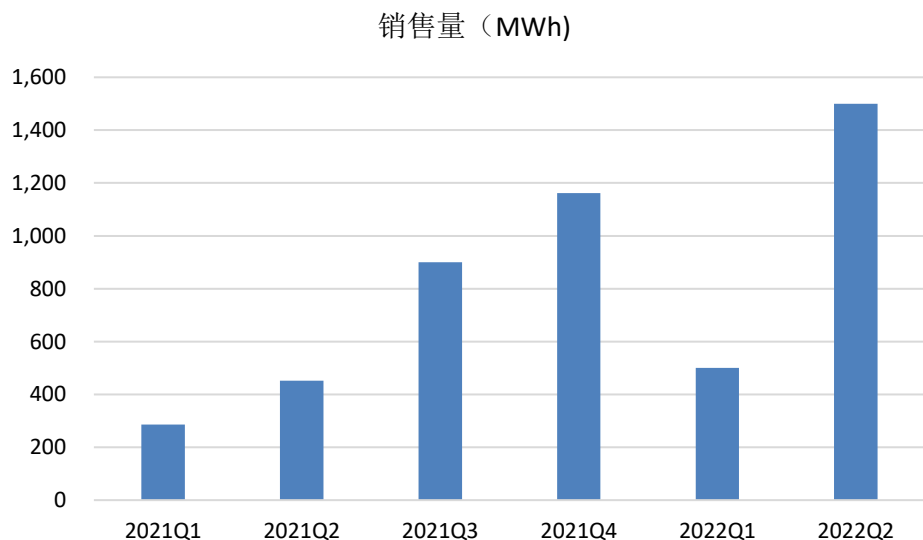
图7：光伏逆变器分季度出货（MW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**储能需求旺盛，营收高增。**2022H1 年储能系统业务实现收入 23.86 亿元，同增 159.33%，出货约 2gwh，市占率约为 11%，其中户储系统出货约 1.5 万台。盈利方面，2022H1 毛利率为 18.37%，同比-2.86pct，主要系运费及电芯价格上涨所致，2022H2 储能报价联动碳酸锂价格叠加户储放量，盈利将有所提升。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 5-6gwh，同比翻倍增长，其中户储系统出货 10 万台，2023 年我们预计储能出货 20gwh+，户储逆变器出货 100 万套，其中一半自用配套户储系统，户储系统出货约 50 万台，翻 4-5 倍增长。

图8：储能系统分季度出货（MWh）



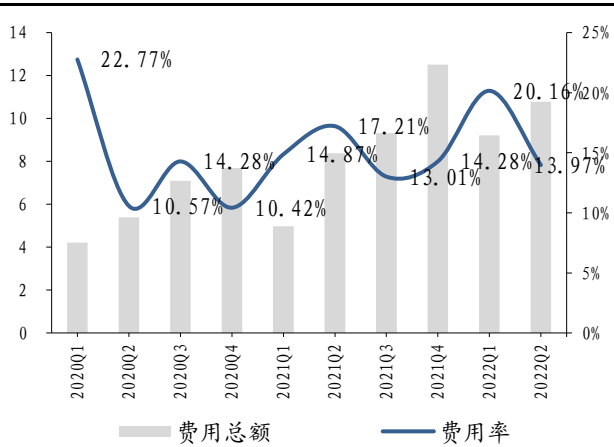
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**电站业务盈利稳定。**2022H1 年电站业务实现收入 28.77 亿元，同增 6.98%，开发约 3GW。盈利方面，2022H1 毛利率为 15.74%，同比+2.74pct。我们预计 2022 年公司电站开发体量进一步扩大至 4-5GW，其中分布式开发 3-4GW，带来电站业务盈利改善，2023 年我们预计开发 6GW+。

**2022H1 风电出货稳定，新业务持续拓展布局。**2022H1 风电变流器实现收入 4.00 亿元，同减 15.80%，实现出货约 6GW，同比持平。新业务领域，公司电控产品推广顺利，2022 年上半年出货约 22 万台，同增 144%，收入体量快速增长，公司坚持氢能前瞻布局，扩大研发投入，水面光伏受政策有一定影响，2022 年全年预计盈亏平衡；充电桩业务稳步推进，重点发力海外；运维业务运维量累计约 14GW 居行业第一，公司实现多业务布局发展。

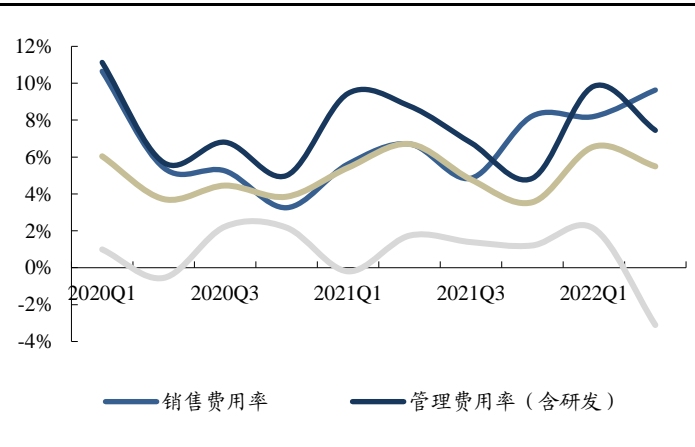
**2022H1 期间费用率同比稍有上升：**公司 2022H1 期间费用同比增长 49.72%至 19.98 亿元，期间费用率上升 0.01 个百分点至 16.27%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 117.24%、上升 37.92%、上升 42.52%、下降 283.32%至 11.17 亿元、10.24 亿元、7.23 亿元、-1.43 亿元；费用率分别上升 2.83、下降 0.71、下降 0.29、下降 2.11 个百分点至 9.10%、8.34%、5.89%、-1.16%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+127.75%/+34.77%/+29.90%/-383.51%，费用率分别为 9.63%/7.45%/5.49%/-3.11%。公司 2022Q2 期间费用同比增长 28.76%至 10.78 亿元，期间费用率下降 3.24pct 至 13.97%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 127.75%、上升 34.77%、上升 29.90%、下降 383.51%至 7.43 亿元、5.74 亿元、4.24 亿元、-2.4 亿元；费用率分别上升 2.92、下降 1.32、下降 1.21、下降 4.85 个百分点至 9.63%、7.45%、5.49%、-3.11%。期间费用率上升原因主要系售后维修费用大幅增加及计提质保金所致。

图9：2022Q2 期间费用 10.78 亿元，同比+28.76%(亿元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

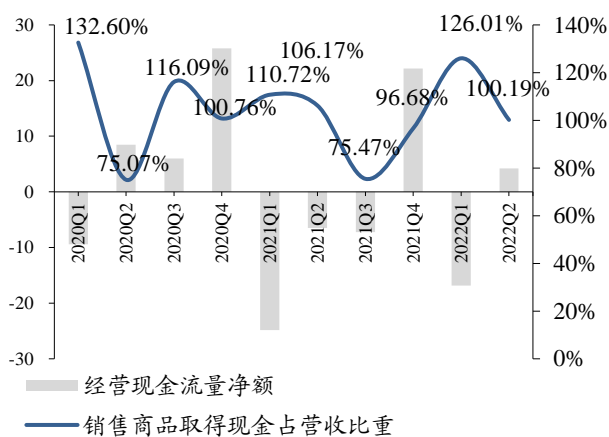
图10：2022Q2 期间费用率 13.97%，同比-3.24pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

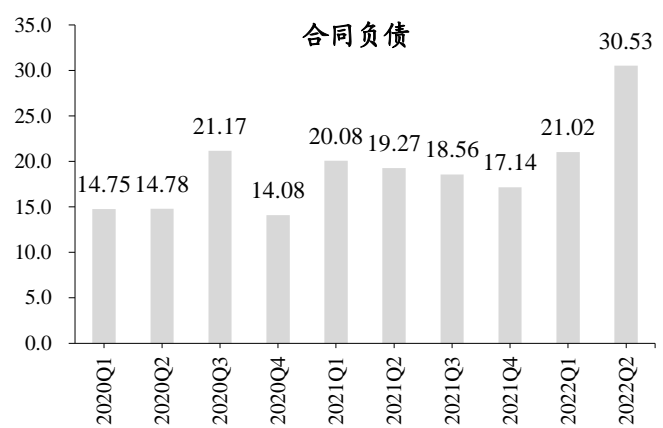
**现金流由负转正，盈利能力提升：**2022H1 经营活动现金流量净流出 12.59 亿元，同比增长 59.77%。销售商品取得现金 134.84 亿元，同比增长 52.03%。期末合同负债 30.53 亿元，比年初增长 78.15%。期末应收账款 88.23 亿元，较期初增长 0.75 亿元，应收账款周转天数上升 14.41 天至 128.76 天。期末存货 166.95 亿元，较期初上升 59.27 亿元；存货周转天数上升 129.83 天至 270.27 天。2022Q2 经营活动现金净流入 4.23 亿元，同比增长 165.48%。2022Q2 销售商品取得现金 77.28 亿元，同比增长 49.66%。2022Q2 期末存货 166.95 亿元，同比增长 109.19 亿元。；经营活动产生的现金流量净额增长主要系海外储能及渠道业务增加，回款效率提升所致。

图 11: 2022Q2 现金净流入 4.23 亿元, 同比+165.48% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2022Q2 期末合同负债 30.53 亿元, 同比+58.43% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级：**基于 2022 年电芯价格上涨，储能盈利有所下滑，但公司 2023 年储能需求快速出货，我们略微下调 2022 年盈利预测，上调 2023 年盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 28.2/55.1/71.8 亿元（前值为 31.3/45.3/59.0 亿元），同增 78%/96%/30%，我们给予 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 185.6 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧、政策不及预期。

## 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
<b>流动资产</b>	<b>36,307</b>	<b>48,789</b>	<b>83,918</b>	<b>116,767</b>	<b>营业总收入</b>	<b>24,137</b>	<b>37,431</b>	<b>71,861</b>	<b>96,979</b>
货币资金及交易性金融资产	11,603	14,931	19,694	25,029	营业成本(含金融类)	18,765	28,178	55,710	76,485
经营性应收款项	10,655	18,536	33,062	45,596	税金及附加	82	112	216	242
存货	10,768	10,908	22,678	34,944	销售费用	1,583	3,369	5,390	6,595
合同资产	1,364	1,334	3,415	4,516	管理费用	491	823	1,293	1,649
其他流动资产	1,917	3,081	5,069	6,682	研发费用	1,161	2,059	3,234	4,170
<b>非流动资产</b>	<b>6,533</b>	<b>7,365</b>	<b>8,258</b>	<b>8,960</b>	财务费用	283	-147	165	244
长期股权投资	115	235	305	355	加:其他收益	186	225	374	475
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	129	145
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	72	78
长期待摊费用	24	20	23	19	<b>营业利润</b>	<b>1,898</b>	<b>3,221</b>	<b>6,299</b>	<b>8,192</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>42,840</b>	<b>56,154</b>	<b>92,175</b>	<b>125,727</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,893</b>	<b>3,225</b>	<b>6,317</b>	<b>8,219</b>
<b>流动负债</b>	<b>23,507</b>	<b>33,809</b>	<b>64,035</b>	<b>90,079</b>	减:所得税	189	323	632	822
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,730	2,930	4,230	6,190	<b>净利润</b>	<b>1,704</b>	<b>2,903</b>	<b>5,685</b>	<b>7,398</b>
经营性应付款项	17,765	25,090	49,249	69,376	减:少数股东损益	121	87	171	222
合同负债	1,714	2,621	5,181	7,113	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,583</b>	<b>2,816</b>	<b>5,514</b>	<b>7,176</b>
其他流动负债	2,299	3,168	5,375	7,400	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.90	3.71	4.83
非流动负债	2,629	2,739	2,849	2,959	EBIT	1,796	2,890	6,018	7,838
长期借款	1,891	2,001	2,111	2,221	EBITDA	2,144	3,356	6,573	8,459
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.25	24.72	22.48	21.13
租赁负债	284	284	284	284	归母净利率(%)	6.56	7.52	7.67	7.40
其他非流动负债	454	454	454	454	收入增长率(%)	25.15	55.08	91.98	34.95
<b>负债合计</b>	<b>26,136</b>	<b>36,548</b>	<b>66,884</b>	<b>93,038</b>	归母净利润增长率(%)	-19.01	77.90	95.85	30.13
归属母公司股东权益	15,655	18,471	23,985	31,161					
少数股东权益	1,049	1,136	1,306	1,528					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,704</b>	<b>19,606</b>	<b>25,291</b>	<b>32,689</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>42,840</b>	<b>56,154</b>	<b>92,175</b>	<b>125,727</b>					

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	3,298	4,751	4,595	每股净资产(元)	10.54	12.44	16.15	20.98
投资活动现金流	-3,713	-2,175	-1,828	-1,673	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	11.45	19.09	19.25
现金净增加额	-193	2,288	4,113	4,675	ROE-摊薄(%)	10.11	15.24	22.99	23.03
折旧和摊销	348	467	555	622	资产负债率(%)	61.01	65.08	72.56	74.00
资本开支	-1,653	-1,105	-1,263	-1,148	P/E(现价&最新股本摊薄)	123.54	69.44	35.46	27.25
营运资本变动	-3,231	41	-1,837	-4,002	P/B(现价)	12.49	10.59	8.15	6.27

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>

