

阳光电源（300274）：逆变器出货持续提升，海运费、电芯涨价影响短期业绩

——2022 年中报点评

财务要点：公司披露 2022 年半年报，实现收入 122.81 亿元，同比增长 49.59%；实现归属上市公司股东净利润 9.00 亿元，同比增长 18.95%。

逆变器出货量保持快速增长，海运费叠加原料上涨影响短期盈利能力。上半年，公司营收增长 49.59%，收入快速增长主要得益于主业光伏逆变器与储能系统出货的快速提升，逆变器和储能的营收较去年同期分别增长 65.21%、159.33%。公司利润增速远远慢于营收增速，主要是由于上半年海运费保持高位、国内运费也受疫情影响有一定上涨，同时关键原材料功率器件、电芯等都呈现供不应求涨价趋势，逆变器业务毛利率下滑 5.63%，储能业务毛利率下滑 2.86%，导致公司综合毛利率 25.54%，较去年同期下滑 2.5%。我们认为，随着下半年运费或出现回落，高毛利户用、海外出户占比提升，以及上游涨价向客户传导，公司盈利能力拐点已至。

受益地面电站需求边际好转。今年上半年，国内光伏新增装机 30.88GW，由于组件价格高企，地面电站需求释放被压制延期，导致地面电站占比仅 36.4%。随着硅料价格未来逐步回落，地面电站装机占比将重新提升，公司作为大电站逆变器龙头，将受益地面电站需求边际好转。

看好公司主业长期发展。1) 公司凭借低成本创新能力，不断推出性价比优势突出的电能变换产品，已在全球建立声誉，目前全球市占率已超 30%，公司已建立的渠道、品牌、产品力壁垒，构成了竞争护城河。2) 公司正发力储能系统、风电变流器和光伏户用产品等多个领域，在逆变器领域公司积累的技术、渠道等方面的协同将支持各项主业共同发展，多点开花。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.87/48.01/71.62 亿元，EPS 分别为 1.81/3.23/4.82 元，对应 2022.8.26 收盘价 131.65 元，PE 分别为 73/41/27。维持公司“推荐”评级。

风险提示：下游需求或不及预期；原材料价格或大幅波动。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,285.64	24,136.60	36,337.34	62,185.36	95,508.81
增长率(%)	48.31%	25.15%	50.55%	71.13%	53.59%
归母净利润(百万元)	1,954.31	1,582.71	2,687.00	4,801.23	7,162.23
增长率(%)	116.73%	-13.74%	69.77%	78.68%	49.18%
净资产收益率(%)	18.69%	10.11%	15.10%	22.19%	26.19%
每股收益(元)	1.34	1.08	1.81	3.23	4.82
PE	100.05	123.54	72.77	40.72	27.30
PB	18.35	12.49	10.98	9.04	7.15

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

推荐/维持

阳光电源 公司报告

公司简介：

据 2021 年年报披露，公司主要产品与业务有光伏逆变器、风电变流器、储能系统、新能源汽车驱动系统、水面光伏设备、智慧能源运维服务等，是国内最大的光伏逆变器制造商。（资料来源：公司招股说明书及 2021 年年报）

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间(元)	178.77/55.94
总市值(亿元)	1963
流通市值(亿元)	1491
总股本/流通 A 股(万股)	148519/112823
流通 B 股/H 股(万股)	
52 周日均换手率	2.64

52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：耿梓瑜

010-66554044

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070028

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	23253	36307	49042	74346	109763	营业收入	19286	24137	36337	62185	95509
货币资金	7417	7790	9084	12437	19102	营业成本	14837	18765	27404	47478	74222
交易性金融资产	673	3813	3813	3813	3813	营业税金及附加	63	82	124	213	326
应收账款	6585	8748	13170	22539	34617	营业费用	973	1583	3165	4748	6647
应收款项融资	1430	763	839	923	1015	管理费用	396	491	737	1105	1547
其他应收款	799	947	1041	1145	1260	研发费用	806	1161	1974	2962	4146
预付款项	307	360	360	396	435	财务费用	261	283	-127	267	389
存货	3873	10768	15725	27243	42589	其他收益	158	186	224	268	322
合同资产	972	1364	1364	1364	1364	资产减值损失	-28.60	-273.59	-150.00	-50.00	-50.00
其他流动资产	301	895	2389	2389	2389	信用减值损失	-47.54	-207.58	-200.00	-240.00	-288.00
非流动资产合计	4750	6533	6580	6602	6613	公允价值变动收益	1.91	66.44	-70.00	0.00	0.00
长期股权投资	406	115	115	115	115	投资净收益	135.58	354.97	354.97	354.97	354.97
固定资产	3241	4246	4288	4306	4312	营业利润	2168	1898	3218	5746	8570
无形资产	129	174	177	179	181	营业外收入	35.62	17.12	17.12	17.12	17.12
商誉	0	0	0	0	0	营业外支出	22.42	22.02	22.02	22.02	22.02
其他非流动资产	11	313	313	313	313	利润总额	2182	1893	3213	5742	8565
资产总计	28003	42840	55622	80948	116376	所得税	206	189	320	572	854
流动负债合计	15027	23507	33932	55052	84207	净利润	1976	1704	2893	5169	7711
短期借款	135	1525	3796	5867	9689	少数股东损益	21	121	206	368	549
应付票据	5386	7940	11595	20089	31405	归属母公司净利润	1954	1583	2687	4801	7162
应付账款	6706	9825	14151	24518	38328	EPS（元）	1.34	1.08	1.81	3.23	4.82
预收款项	0	0	0	0	0	主要财务比率					
合同负债	1408	1714	1885	2074	2281		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
应付职工薪酬	260	381	381	381	381	成长能力					
其他应付款	234	501	501	501	501	营业收入增长	48.31%	25.15%	50.55%	71.13%	53.59%
一年内到期的非流动负债	261	205	205	205	205	营业利润增长	106.94%	-12.49%	69.59%	78.56%	49.13%
非流动负债合计	2111	2629	2635	2641	2648	归属于母公司净利润增长	69.77%	78.68%	69.77%	78.68%	49.18%
长期借款	1781	1891	1891	1891	1891	获利能力					
预计负债	120	242	242	242	242	毛利率(%)	23.07%	22.25%	23.19%	24.58%	23.65%
应付债券	0	0	0	0	0	净利率(%)	10.24%	7.06%	7.96%	8.31%	8.07%
递延负债-非流动负债	136	141	141	141	141	总资产净利润(%)	6.98%	3.69%	4.83%	5.93%	6.15%
负债合计	17138	26136	36567	57693	86855	ROE(%)	18.69%	10.11%	15.10%	22.19%	26.19%
少数股东权益	409	1049	1255	1622	2171	偿债能力					
实收资本(或股本)	1457	1485	1485	1485	1485	资产负债率(%)	61%	61%	66%	71%	75%
资本公积	3218	6960	6960	6960	6960	流动比率	1.55	1.54	1.45	1.35	1.30
未分配利润	5277	6533	8470	11930	17092	速动比率	1.29	1.09	0.98	0.86	0.80
归属母公司股东权益合计	10456	15655	17800	21633	27351	营运能力					
负债和所有者权益	28003	42840	55622	80948	116376	总资产周转率	0.76	0.68	0.74	0.91	0.97
现金流量表						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应收账款周转率	3	3	3	3	3
经营活动净现金流	3089	-1639	-628	2481	4641	应付账款周转率	3.07	2.92	3.03	3.22	3.04
投资活动净现金流	-114	-3713	60	30	30	每股指标（元）					
筹资活动净现金流	-193	5179	1862	842	1994	每股收益(最新摊薄)	1.34	1.08	1.81	3.23	4.82
汇率变动影响	-69	-20	300	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	1.91	-0.12	0.87	2.26	4.49
现金及等价物净增加	2712	-193	1594	3353	6665	每股净资产(最新摊薄)	7.18	10.54	11.99	14.57	18.42
期初现金及等价物余额	4040	6753	6560	8154	11507	估值比率					
期末现金及等价物余额	6753	6560	8154	11507	18172	P/E	100.05	123.54	72.77	40.72	27.30
						P/B	18.35	12.49	10.98	9.04	7.15

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

耿梓瑜

金融硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，从事公用事业及新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526