

2022年09月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

逆变器地位稳固，储能有望快速增长

—阳光电源（300274.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：臧天津 S1050121110015
zangtl@cfsc.com.cn

基本数据

2022-09-23

当前股价(元)	112.95
总市值(亿元)	1678
总股本(百万股)	1485
流通股本(百万股)	1129
52周价格范围(元)	57.6-172.54
日均成交额(百万元)	3305.14

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 光伏逆变器龙头，原材料和运费导致利润率承压

公司为光伏逆变器领域龙头，产品包含户用逆变器、中功率组串逆变器以及大型集中逆变器等，连续四年发货量全球第一。截至2021年12月，阳光电源在全球市场已累计实现逆变设备装机超224GW。同时作为国内最早涉足储能领域的企业之一，阳光电源储能系统业务足迹遍布多个国家和地区，锂电储能装机规模连续六年位居中国企业第一。

2022H1 公司实现营业收入122.81亿元，同比增长49.58%；实现归母净利9.00亿元，同比增长18.95%，业绩符合预期。公司2022H1 毛利率为25.54%，同比降低2.5pcts；净利率为7.67%，同比降低1.93pcts，其中2022Q2 毛利率为23.2%，净利率为6.73%，环比下降2.52pcts。公司近期利润率承压，主要是逆变器业务受到海运费上升，功率器件、电芯等核心原材料涨价影响毛利率降低，而公司海外储能业务增长，导致售后服务费、人员成本增加，销售费用同比增长所致。

■ 光伏逆变器出货高增，产品多样化提升

光伏逆变器是公司的核心业务，2022H1 公司光伏逆变器业务实现营收59.33亿，同比增长65.21%，占总营收比重43.74%，持续高速增长。公司上半年逆变器出货31GW，其中国内12GW，海外19GW，户用光伏逆变器出货30.5万台。产品端，公司加码欧洲、美洲、澳洲和中国渠道布局，推出具有灵活兼容600W+大组件、全局MPPT方案、可移式封板设计等优势的光伏逆变器以匹配工商业场景。同时，面向海外市场需求，公司也推出多款针对性新品，覆盖户用、工商业、大型地面电站市场，多项目中已开始应用，产品多样化进一步提升。预计公司光伏逆变器业务将持续收益于光伏产业高景气，维持稳定增长。

■ 储能需求旺盛，推动业绩持续增长

近期随着储能行业的快速发展，公司储能业务迎来爆发。2022H1 储能系统实现营收23.86亿，同比增长159.33%，占总营收比重19.42%，上半年共发货2GWh。户储方面：公司产品已开始批量供货，上半年出货1.5万套，储能系统集成、储能变流器出货量连续六年全球第一。其中上半年户储pcs出货4.5万台，工商业6.2万台。大储方面：由于国内大储经济性仍然较弱，公司重点关注海外市场，目标是全球市场储能占比20%以上。预计随着未来公司进一步发力海外市场，我们看好公司储能业务将持续高速增长。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 394、781、1072 亿元，EPS 分别为 1.91、3.84、5.3 元，当前股价对应 PE 分别为 59、29、21 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

储能业务进展不达预期；逆变器行业竞争格局恶化；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	24,137	39,362	78,092	107,212
增长率（%）	25.2%	63.1%	98.4%	37.3%
归母净利润（百万元）	1,583	2,834	5,709	7,868
增长率（%）	-19.0%	79.1%	101.4%	37.8%
摊薄每股收益（元）	1.07	1.91	3.84	5.30
ROE（%）	9.5%	14.8%	23.6%	25.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	7,790	9,119	11,630	20,466
应收款	10,479	16,011	29,625	37,735
存货	10,768	17,402	34,423	47,225
其他流动资产	7,271	9,404	14,832	18,912
流动资产合计	36,307	51,937	90,510	124,337
非流动资产:				
金融类资产	3,888	3,888	3,888	3,888
固定资产	4,246	4,218	4,038	3,810
在建工程	424	170	68	27
无形资产	174	166	157	149
长期股权投资	115	115	115	115
其他非流动资产	1,573	1,573	1,573	1,573
非流动资产合计	6,533	6,241	5,951	5,674
资产总计	42,840	58,178	96,461	130,011
流动负债:				
短期借款	1,525	1,525	1,525	1,525
应付账款、票据	17,765	29,542	60,080	84,678
其他流动负债	2,504	2,504	2,504	2,504
流动负债合计	23,507	36,365	69,654	96,320
非流动负债:				
长期借款	1,891	1,891	1,891	1,891
其他非流动负债	738	738	738	738
非流动负债合计	2,629	2,629	2,629	2,629
负债合计	26,136	38,994	72,283	98,949
所有者权益				
股本	1,485	1,485	1,485	1,485
股东权益	16,704	19,183	24,178	31,062
负债和所有者权益	42,840	58,178	96,461	130,011

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1704	3051	6146	8471
少数股东权益	121	217	437	603
折旧摊销	298	292	289	277
公允价值变动	66	0	0	0
营运资金变动	-3828	-1442	-2774	1674
经营活动现金净流量	-1639	2118	4099	11025
投资活动现金净流量	-3713	283	281	269
筹资活动现金净流量	6681	-572	-1151	-1587
现金流量净额	1,329	1,829	3,229	9,707

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24,137	39,362	78,092	107,212
营业成本	18,765	30,193	59,724	81,935
营业税金及附加	82	135	267	366
销售费用	1,583	2,598	5,154	7,076
管理费用	491	787	1,562	2,144
财务费用	283	462	916	1,258
研发费用	1,161	1,894	3,758	5,159
费用合计	3,518	5,741	11,390	15,637
资产减值损失	-208	0	0	0
公允价值变动	66	0	0	0
投资收益	355	0	0	0
营业利润	1,898	3,394	6,832	9,414
加: 营业外收入	17	17	17	17
减: 营业外支出	22	22	22	22
利润总额	1,893	3,389	6,827	9,409
所得税费用	189	338	681	938
净利润	1,704	3,051	6,146	8,471
少数股东损益	121	217	437	603
归母净利润	1,583	2,834	5,709	7,868

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	25.2%	63.1%	98.4%	37.3%
归母净利润增长率	-19.0%	79.1%	101.4%	37.8%
盈利能力				
毛利率	22.3%	23.3%	23.5%	23.6%
四项费用/营收	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
净利率	7.1%	7.8%	7.9%	7.9%
ROE	9.5%	14.8%	23.6%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	61.0%	67.0%	74.9%	76.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.3	2.5	2.6	2.8
存货周转率	1.7	1.7	1.7	1.7
每股数据(元/股)				
EPS	1.07	1.91	3.84	5.30
P/E	106.0	59.2	29.4	21.3
P/S	7.0	4.3	2.1	1.6
P/B	10.7	9.4	7.5	5.8

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备组组长，金融学硕士，中山大学理学学士，4年证券行业研究经验，重点覆盖光伏、风电、储能等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。