

公司研究

业绩超预期，储能业务加速发展

——阳光电源（300274.SZ）2022年三季度报点评

要点

事件：公司发布2022年三季度报，2022Q1-Q3实现营业收入222亿元，同比+45%，实现归母净利润20.6亿元，同比+37%；实现扣非归母净利润19亿元，同比+31%。其中，Q3单季度实现营收99亿元，同比+39%，实现归母净利润11.6亿元，同比+55%；实现扣非归母净利润11.1亿元，同比+51%。

点评：

各项费用率显著下降，加强内部精细化管理效果显著：2022Q3，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为6.7%/1.6%/-3.9%/4.4%，环比-2.9/-0.4/-0.7/-1.1pct。财务费用率大幅下降，主要系美元升值带来的汇兑收益。销售费用率、研发费用率、管理费用率下降主要系营收快速增长带来的摊薄、以及公司加强内部精细化管理。

光伏逆变器销量维持高增，盈利能力拐点已现。根据我们测算，2022Q1-Q3公司实现光伏逆变器出货约47GW，其中Q3出货约20GW。随着运费的下行、原材料涨价的向下传导、海外出货量占比的提升、户用占比的提升，整个逆变器业务毛利率将会持续修复。

储能增长亮眼，“第二成长曲线”将带动公司营收大幅增长。2022年H1公司储能系统全球出货量达2GWh。在大型储能方面，2022年推出业界首款“三电融合”的全系列液冷储能解决方案PowerTitan、PowerStack，已批量应用。在户用储能方面，户储系统和PCS也快速放量。在盈利能力方面，随着原材料涨价的逐步向下传导，今年下半年整个储能业务的毛利率也将会有所修复。作为储能行业龙头，随着全球范围内电站储能、户用储能的大幅增长，公司将充分受益。

维持“买入”评级：随着公司储能业务的加速发展，我们上调公司2022/2023/2024年盈利预测，预计公司22-24年实现归母净利润30.45/53.15/71.19亿元（上调6%/6%/5%），对应EPS为2.05/3.58/4.79元，当前股价对应22-24年PE为64/37/27倍。公司逆变器销量仍将维持高速增长态势，叠加储能业务带来的成长空间，我们持续看好公司长远发展，维持“买入”评级。

风险提示：光伏装机、海外市场拓展不及预期；IGBT、电芯等原材料缺货致成本上升或订单交付不及预期；竞争加剧导致盈利下降的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,286	24,137	40,106	72,188	94,063
营业收入增长率	48.31%	25.15%	66.16%	80.00%	30.30%
净利润（百万元）	1,954	1,583	3,045	5,315	7,119
净利润增长率	118.96%	-19.01%	92.40%	74.53%	33.94%
EPS（元）	1.34	1.07	2.05	3.58	4.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.69%	10.11%	16.41%	22.57%	23.64%
P/E	98	124	64	37	27
P/B	18.3	12.5	10.5	8.3	6.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27

买入（维持）

当前价：133.02元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

联系人：和霖

021-52523853

helin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	14.85
总市值(亿元):	1975.60
一年最低/最高(元):	55.94/178.77
近3月换手率:	120.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.49	25.14	2.96
绝对	11.78	11.08	-22.81

资料来源：Wind

相关研报

盈利能力拐点已现，储能业务加速发展——阳光电源（300274.SZ）2022年半年度报告点评（2022-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,286	24,137	40,106	72,188	94,063
营业成本	14,837	18,765	30,387	54,056	70,556
折旧和摊销	233	298	416	537	627
税金及附加	63	82	137	247	321
销售费用	973	1,583	3,208	5,198	6,773
管理费用	396	491	1,003	1,588	2,069
研发费用	806	1,161	2,326	4,187	5,456
财务费用	261	283	-199	581	730
投资收益	136	355	355	355	355
营业利润	2,168	1,898	3,645	6,337	8,494
利润总额	2,182	1,893	3,641	6,355	8,513
所得税	206	189	363	634	849
净利润	1,976	1,704	3,278	5,722	7,664
少数股东损益	21	121	233	407	546
归属母公司净利润	1,954	1,583	3,045	5,315	7,119
EPS(元)	1.34	1.07	2.05	3.58	4.79

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,089	-1,639	1,656	3,788	8,150
净利润	1,954	1,583	3,045	5,315	7,119
折旧摊销	233	298	416	537	627
净营运资金增加	679	3,569	6,139	12,551	7,076
其他	223	-7,089	-7,944	-14,614	-6,672
投资活动产生现金流	-114	-3,713	-1,665	-1,665	-665
净资本支出	-953	-1,653	-2,020	-2,020	-1,020
长期投资变化	406	115	0	0	0
其他资产变化	433	-2,175	355	355	355
融资活动现金流	-193	5,179	5,163	8,232	-425
股本变化	0	28	0	0	0
债务净变化	65	1,444	3,757	6,404	-1,001
无息负债变化	3,009	7,554	5,766	20,972	14,744
净现金流	2,712	-193	5,154	10,355	7,060

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	23.1%	22.3%	24.2%	25.1%	25.0%
EBITDA 率	13.7%	11.7%	9.4%	11.1%	10.6%
EBIT 率	12.4%	10.4%	8.4%	10.3%	9.9%
税前净利润率	11.3%	7.8%	9.1%	8.8%	9.0%
归母净利润率	10.1%	6.6%	7.6%	7.4%	7.6%
ROA	7.1%	4.0%	5.9%	6.5%	7.0%
ROE (摊薄)	18.7%	10.1%	16.4%	22.6%	23.6%
经营性 ROIC	22.5%	15.1%	14.1%	20.6%	22.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	61%	61%	64%	71%	70%
流动比率	1.55	1.54	1.50	1.40	1.46
速动比率	1.29	1.09	1.08	0.97	1.00
归母权益/有息债务	4.80	4.32	2.51	1.71	2.36
有形资产/有息债务	12.62	11.60	7.41	6.34	8.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	28,003	42,840	55,493	88,275	109,131
货币资金	7,417	7,790	12,944	23,299	30,359
交易性金融资产	673	3,813	3,813	3,813	3,813
应收账款	6,585	8,748	10,863	18,250	22,081
应收票据	815	784	1,303	2,346	3,057
其他应收款 (合计)	799	947	1,262	2,271	2,959
存货	3,873	10,768	13,359	24,009	31,434
其他流动资产	1,731	1,658	1,417	1,417	1,417
流动资产合计	23,253	36,307	47,357	78,656	99,119
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	406	115	115	115	115
固定资产	3,241	4,246	5,850	7,323	7,728
在建工程	212	424	318	223	156
无形资产	129	174	180	186	191
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	658	658	658	658
非流动资产合计	4,750	6,533	8,136	9,620	10,012
总负债	17,138	26,136	35,660	63,036	76,779
短期借款	135	1,525	5,182	11,486	10,385
应付账款	6,706	9,825	12,155	21,622	28,222
应付票据	5,386	7,940	9,116	16,217	21,167
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	192	666	666	666	666
流动负债合计	15,027	23,507	31,575	56,127	67,913
长期借款	1,781	1,891	1,991	2,091	2,191
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	255	667	2,023	4,747	6,604
非流动负债合计	2,111	2,629	4,085	6,909	8,866
股东权益	10,865	16,704	19,833	25,239	32,352
股本	1,457	1,485	1,485	1,485	1,485
公积金	3,812	7,676	7,702	7,702	7,702
未分配利润	5,277	6,533	9,388	14,387	20,954
归属母公司权益	10,456	15,655	18,551	23,550	30,118
少数股东权益	409	1,049	1,282	1,689	2,235

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.05%	6.56%	8.00%	7.20%	7.20%
管理费用率	2.05%	2.03%	2.50%	2.20%	2.20%
财务费用率	1.35%	1.17%	-0.50%	0.80%	0.78%
研发费用率	4.18%	4.81%	5.80%	5.80%	5.80%
所得税率	9%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.14	0.11	0.21	0.37	0.50
每股经营现金流	2.12	-1.10	1.11	2.55	5.49
每股净资产	7.18	10.54	12.49	15.86	20.28
每股销售收入	13.23	16.25	27.00	48.60	63.33

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	98	124	64	37	27
PB	18.3	12.5	10.5	8.3	6.5
EV/EBITDA	73.2	70.2	53.5	26.1	20.9
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE