

阳光电源 (300274.SZ)

公司快报

业绩超市场预期，储能业务快速放量

投资要点

◆ **公司业绩超市场预期：**公司 2022 年 1-9 月实现营收 222.24 亿元，同比+44.56%，归母净利润 20.61 亿元，同比+36.94%。其中 2022Q3 公司实现营收 99.43 亿元，同比+38.80%，环比+28.90%，归母净利润 11.60 亿元，同比+55.14%，环比+136.73%。Q3 销售毛利率 25.14%，同比-1.58pct，环比+1.94pct，销售净利率 11.93%，同比+0.51pct，环比+5.20pct。

Q3 盈利能力环比改善的原因如下：1、公司为了对冲上游原材料涨价，大储采用公式报价，成本得到有效传导。此外，部分逆变器产品在 Q2 涨价，盈利能力在 Q3 逐步体现。2、户储逐渐放量。3、海运费高位回落。4、规模效应导致期间费用率下降。5、美元升值产生汇兑收益。

◆ **光伏逆变器销量增长：**2022H1 光伏逆变器出货量 31GW，全球占比约 34%。其中户用光伏逆变器出货 30.5 万台，户储 pcs 出货 4.5 万台，工商业 6.2 万台。预计 Q3 出货量 20GW，环比略增，全年出货量 70GW，同比+48.94%。在利方面，由于逆变器涨价，预计 Q3 毛利率相较于 2022H1 略有提升，达到 33%。

◆ **储能系统有望快速放量：**储能系统 2022H1 出货量 2GWh，业界首款“三电融合”的全系列液冷储能解决方案 PowerTian、PowerStack 已批量应用。户储开始批量供货，2022H1 出货量 1.5 万套，储能系统集成出货量连续六年全球第一。预计 Q3 储能系统出货量 1.5GWh，全年有望达到 6GWh，同比翻倍增长。利方面，Q3 大储公式报价，有效传导上游原材料成本，叠加户储占比提升，预计储能系统毛利率相较于 2022H1 的 18.37%明显提升。

◆ **多业务全面发展：**风电变流器 2022H1 发货量 6GW，Q3 快速上量，实现扭亏为盈。电站投资开发业务 2022H1 新开发了 3GW 项目，实现接近 1 亿利润。全球累计开发光伏、风电项目超 28GW。电站业务在组件价格高位的情况下，重点发力户用市场。新能源汽车驱动系统 2022H1 发货 22 万台，同比+144%。A00 市场的电控出货量同比提升，与上汽通用五菱、奇瑞、东风等车型配套。充电桩业务重点发力海外，发布 17kw 的欧洲版充电桩，已接到部分订单，未来在光、储、充业务协同发展。智慧运维业务至 2022H1，累计运维量已达到 14GW，位居行业第一。氢能方面布局绿电制氢系统，拥有碱水电解制氢和质子交换膜纯水电解制氢两种技术路线。

◆ **投资建议：**公司以电力电子变换技术为核心，在“光风储充”等多个领域布局，致力于提供全球一流的清洁能源全生命周期解决方案。作为全球光伏逆变器龙头企业，在全球储能市场高景气度的背景下，卡位大储，开拓户储，有望充分受益于光储行业的高增速。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 34.63、51.25 和 73.30 亿元，同比+118.8%、48.0%和 43.0%，当前股价对应 2023 年的市盈率为 37 倍，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级

买入-B(首次)

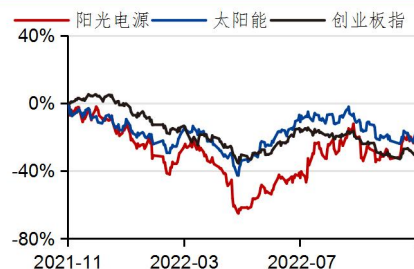
股价(2022-10-28)

129.13 元

交易数据

总市值(百万元)	191,782.71
流通市值(百万元)	145,768.08
总股本(百万股)	1,485.19
流通股本(百万股)	1,128.85
12个月价格区间	160.08/60.30

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.49	1.53	0.2
绝对收益	-8.92	-24.73	-39.2

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsc.cn

报告联系人

顾华昊

guhuahao@huajinsc.cn

相关报告



◆ **风险提示:** 光伏和储能市场需求不及预期, 原材料紧缺、原材料价格大幅上涨, 海外贸易政策风险, 行业竞争加剧, 产能释放不及预期, 其他突发因素等风险。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,286	24,137	38,043	66,348	94,524
YoY(%)	48.3	25.2	57.6	74.4	42.5
净利润(百万元)	1,954	1,583	3,463	5,125	7,330
YoY(%)	119.0	-19.0	118.8	48.0	43.0
毛利率(%)	23.1	22.3	24.9	25.3	24.6
EPS(摊薄/元)	1.32	1.07	2.33	3.45	4.94
ROE(%)	18.2	10.2	18.4	21.5	23.7
P/E(倍)	98.1	121.2	55.4	37.4	26.2
P/B(倍)	18.3	12.3	10.1	8.0	6.2
净利率(%)	10.1	6.6	9.1	7.7	7.8

数据来源: 聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	23253	36307	54439	84696	116558	营业收入	19286	24137	38043	66348	94524
现金	7417	7790	7301	6969	9928	营业成本	14837	18765	28562	49580	71271
应收票据及应收账款	7401	9532	12846	22074	30439	营业税金及附加	63	82	130	227	323
预付账款	307	360	1024	1630	2571	营业费用	973	1583	3043	4976	6617
存货	3873	10768	22835	39140	55888	管理费用	396	491	772	1340	1900
其他流动资产	4255	7857	10434	14882	17732	研发费用	806	1161	1978	3384	4726
非流动资产	4750	6533	8044	10037	11682	财务费用	261	283	-511	731	837
长期投资	406	115	184	294	453	资产减值损失	-29	-274	-244	-589	-722
固定资产	3241	4246	5344	6283	6726	公允价值变动收益	2	66	-220	70	100
无形资产	129	174	337	457	602	投资净收益	136	355	355	355	355
其他非流动资产	974	1997	2179	3003	3900	营业利润	2168	1898	4146	6133	8770
资产总计	28003	42840	62484	94732	128240	营业外收入	36	17	17	17	17
流动负债	15027	23507	36897	63295	88653	营业外支出	22	22	22	22	22
短期借款	135	1525	2000	3773	6040	利润总额	2182	1893	4141	6128	8765
应付票据及应付账款	12092	17765	27935	48342	68496	所得税	206	189	413	611	874
其他流动负债	2800	4218	6963	11180	14118	税后利润	1976	1704	3728	5517	7891
非流动负债	2111	2629	5318	5816	6239	少数股东损益	21	121	265	393	562
长期借款	1781	1891	3823	3820	3373	归属母公司净利润	1954	1583	3463	5125	7330
其他非流动负债	330	738	1496	1996	2866	EBITDA	2328	2180	4532	6755	9544
负债合计	17138	26136	42216	69111	94892						
少数股东权益	409	1049	1314	1707	2268	主要财务比率					
股本	1457	1485	1485	1485	1485	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	3218	6960	6960	6960	6960	成长能力					
留存收益	5871	7250	10591	15536	22610	营业收入(%)	48.3	25.2	57.6	74.4	42.5
归属母公司股东权益	10456	15655	18954	23914	31080	营业利润(%)	106.9	-12.5	118.5	47.9	43.0
负债和股东权益	28003	42840	62484	94732	128240	归属于母公司净利润(%)	119.0	-19.0	118.8	48.0	43.0
						获利能力					
						毛利率(%)	23.1	22.3	24.9	25.3	24.6
						净利率(%)	10.1	6.6	9.1	7.7	7.8
						ROE(%)	18.2	10.2	18.4	21.5	23.7
						ROIC(%)	14.9	8.6	14.3	16.9	18.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.2	61.0	67.6	73.0	74.0
						流动比率	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3
						速动比率	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	2.6	2.9	3.4	3.8	3.6
						应付账款周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
						估值比率					
						P/E	98.1	121.2	55.4	37.4	26.2
						P/B	18.3	12.3	10.1	8.0	6.2
						EV/EBITDA	80.1	84.9	41.8	28.5	20.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com