

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

阳光电源 (300274)

投资评级

上次评级

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

曾一贇 电新行业研究助理

联系电话: 15919166181

邮箱: zengyiyun@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

光储景气拉动业绩高增，降本控费提升盈利能力

2022年10月31日

事件:

公司发布2022年三季报,前三季度实现营业收入222亿元,同比增长45%,归母净利润20.6亿元,同比增长37%,每股收益1.39元,同比增长34%。分季度看,2022Q3公司实现收入99.4亿元,同比增长39%,环比增长29%,归母净利润11.6亿,同比增长55%,环比增长137%。

点评:

- **光储高景气带动公司业绩高速增长。**全球光伏保持快速增长态势,IEA估计2021年全球光伏装机容量为173.5GW,2022年预计达到260GW。另外,储能作为新能源为新型电力系统不可或缺的环节,前景广阔,2021年全球储能装机约20GWh,今年预计50GWh,公司预计,明年乐观情形下有望翻倍增长。公司业绩受益光伏和储能行业高景气发展,实现收入利润高增。
- **价格传导+海运费降低+美元汇率上升带动公司业务盈利能力改善。**公司整体Q3毛利率为25.14%,环比增长1.94%,主要为储能业务的盈利能力提升。公司储能业务Q2的报价进行了对上游原材料涨价的价格传导,而Q2的订单在Q3体现,因此售价上升。另外,公司的储能80%以上为海外业务,主要是美国市场,海运费的降低减少公司的成本,美国加息带动汇率上升也带来利润上升。
- **逆变器业务全球化布局,打开成长天花板。**2022H1,公司逆变设备全球累计装机量突破269GW。公司逆变器业务加码布局欧洲、美洲、澳洲、中国渠道市场,形成全球五大服务区域、70+全球服务中心,180+授权服务商的销售服务网络。推出SG110CX光伏逆变器新品,匹配工商业场景,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,同时有针对性推出多款新品,覆盖户用、工商业、大型地面电站等市场。丰富的产品以及全球的渠道市场布局拓宽公司的逆变器业务成长天花板。
- **四费显著下降,尽显公司精细化管理能力。**公司Q3销售/管理/研发/财务费用分别为6.71%/1.6%/4.39%/-3.85%,环比下降2.92%/0.36%/1.1%/0.74%。财务费用的变化主要是汇率变化带来收益,另外三费的下降得益于公司加强项目管理制度以及实行精细化管理制度。四费下降也带动公司净利率提升,2022Q3公司净利率为11.93%,环比增加5.2%。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司2022-2024年营收分别是377.98、

729.55、941.79 亿元，同比增长 56.6%、93.0%、29.1%；归母净利润分别是 30.44、54.40、72.48 亿，同比增长 92.3%、78.7%和 33.2%；截至 10 月 28 日市值对应 22-24 年 PE 为 63、35、26 倍。

➤ **风险因素：**政策波动风险、竞争格局恶化风险、产能扩张不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	19,286	24,137	37,798	72,955	94,179
增长率 YoY %	48.3%	25.2%	56.6%	93.0%	29.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,954	1,583	3,044	5,440	7,248
增长率 YoY%	119.0%	-19.0%	92.3%	78.7%	33.2%
毛利率%	23.1%	22.3%	23.1%	23.2%	23.4%
净资产收益率ROE%	18.7%	10.1%	16.2%	22.5%	23.0%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.08	2.05	3.66	4.88
市盈率 P/E(倍)	53.94	135.00	63.00	35.25	26.46
市净率 P/B(倍)	10.07	13.83	10.22	7.92	6.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	23,253	36,307	52,013	86,448	113,302	
货币资金	7,417	7,790	8,371	15,962	17,877	
应收票据	815	784	621	1,199	1,548	
应收账款	6,585	8,748	13,290	25,657	33,122	
预付账款	307	360	640	1,155	1,486	
存货	3,873	10,768	19,898	28,352	42,404	
其他	4,255	7,857	9,192	14,123	16,865	
非流动资产	4,750	6,533	7,698	9,374	11,474	
长期股权投资	406	115	215	315	415	
固定资产(合计)	3,241	4,246	4,911	6,011	7,491	
无形资产	129	174	203	235	270	
其他	974	1,997	2,369	2,813	3,299	
资产总计	28,003	42,840	59,711	95,822	124,776	
流动负债	15,027	23,507	34,165	63,617	83,957	
短期借款	135	1,525	5,805	10,113	14,451	
应付票据	5,386	7,940	11,021	21,752	28,618	
应付账款	6,706	9,825	11,149	21,479	27,656	
其他	2,800	4,218	6,190	10,272	13,232	
非流动负债	2,111	2,629	5,629	6,629	7,629	
长期借款	1,781	1,891	4,891	5,891	6,891	
其他	330	738	738	738	738	
负债合计	17,138	26,136	39,794	70,246	91,586	
少数股东权益	409	1,049	1,157	1,376	1,741	
归属母公司股东权益	10,456	15,655	18,760	24,200	31,448	
负债和股东权益	28,003	42,840	59,711	95,822	124,776	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	19,286	24,137	37,798	72,955	94,179	
同比(%)	48.3%	25.2%	56.6%	93.0%	29.1%	
归属母公司净利润	1,954	1,583	3,044	5,440	7,248	
同比(%)	119.0%	-19.0%	92.3%	78.7%	33.2%	
毛利率(%)	23.1%	22.3%	23.1%	23.2%	23.4%	
ROE(%)	18.7%	10.1%	16.2%	22.5%	23.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.08	2.05	3.66	4.88	
P/E	53.94	135.00	63.00	35.25	26.46	
P/B	10.07	13.83	10.22	7.92	6.10	
EV/EBITDA	39.49	99.21	59.20	27.74	21.26	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	19,286	24,137	37,798	72,955	94,179	
营业成本	14,837	18,765	29,068	56,000	72,103	
营业税金及附加	63	82	129	239	222	
销售费用	973	1,583	3,137	5,836	7,534	
管理费用	396	491	945	1,459	1,884	
研发费用	806	1,161	2,079	4,013	5,180	
财务费用	261	283	-521	378	488	
减值损失合计	-29	-274	-12	-18	-25	
投资净收益	136	355	296	719	1,017	
其他	112	46	268	545	697	
营业利润	2,168	1,898	3,512	6,276	8,458	
营业外收支	13	-5	4	7	9	
利润总额	2,182	1,893	3,516	6,283	8,467	
所得税	206	189	364	623	854	
净利润	1,976	1,704	3,152	5,659	7,614	
少数股东损益	21	121	108	219	366	
归属母公司净利润	1,954	1,583	3,044	5,440	7,248	
EBITDA	2,535	2,144	3,287	6,934	9,205	
EPS(当年)(元)	1.34	1.08	2.05	3.66	4.88	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	3,089	-1,639	-4,950	4,478	-811	
净利润	1,976	1,704	3,152	5,659	7,614	
折旧摊销	243	348	400	492	616	
财务费用	150	134	246	454	624	
投资损失	-121	-334	-296	-719	-1,017	
营运资金变动	847	-3,627	-8,483	-1,450	-8,698	
其它	-5	138	32	41	50	
投资活动现金流	-114	-3,713	-1,565	-1,740	-1,989	
资本支出	-953	-1,653	-1,261	-1,859	-2,405	
长期投资	705	-2,202	-600	-600	-600	
其他	134	142	296	719	1,017	
筹资活动现金流	-193	5,179	7,095	4,854	4,715	
吸收投资	76	4,179	61	0	0	
借款	872	2,727	7,280	5,308	5,339	
支付利息或股息	-199	-319	-246	-454	-624	
现金净增加额	2,712	-193	580	7,591	1,915	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈攻洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	giliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。