

## 公司研究

## 业绩再超预期，光储业务持续加速

## ——阳光电源（300274.SZ）2022年业绩预增公告点评

## 要点

**事件：**公司发布2022年业绩预告，2022年实现营收390-420亿元（中值为405亿元），同比+62%-74%；实现归母净利润32-38亿元（中值为35亿元），同比+102%-140%。其中，Q4实现营收168-198亿元（中值为183亿元），实现归母净利润11.4-17.4亿元（中值为14.4亿元），按照中值计算，Q4净利润环比+24%，超出此前市场预期。

## 点评：

**光伏逆变器销量增长超预期，盈利持续修复。**2022年底国内地面光伏项目抢装，带动公司逆变器出货量高速增长，预计公司22Q4光伏逆变器出货量超预期；2023年，随着硅料价格的下行，全球光伏需求大幅提升，公司为全球地面电站逆变器龙头，“量”的维度上将持续受益。“利”的维度上，随着运费的下行、原材料涨价的向下传导，预计公司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。**公司作为全球储能行业龙头企业，在地面电站储能集成上占据领先地位，在户用储能、工商业储能上也在加速布局。2022年，中国和美国地面电站储能均高速发展，预计公司22Q4储能系统收入确认情况超预期。在盈利能力方面，随着原材料涨价的逐步向下传导，储能业务的盈利能力也在持续改善。随着全球范围内储能需求的大幅增长，公司将充分受益。

**硅料价格下行，将带动光伏电站投资开发业务量增：**2022年组件价格高位，使得公司电站投资开发业务整体承压。随着硅料价格下行的逐步传导，预计2023年公司光伏EPC业务在“量”上会大幅提升，在盈利水平上相较于22年也会有一定的改善。

**盈利预测、估值与评级：**随着公司光储业务的加速发展，我们上调公司22-24年盈利预测，预计公司22-24年实现归母净利润34.79/59.89/82.59亿元（上调14%/13%/16%），对应EPS为2.34/4.03/5.56元，当前股价对应22-24年PE为55/32/23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	39,981	73,538	98,993
营业收入增长率	48.31%	25.15%	65.64%	83.94%	34.61%
净利润（百万元）	1,954	1,583	3,479	5,989	8,259
净利润增长率	118.96%	-19.01%	119.84%	72.13%	37.90%
EPS（元）	1.34	1.07	2.34	4.03	5.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.69%	10.11%	18.33%	24.33%	25.61%
P/E	96	121	55	32	23
P/B	17.9	12.2	10.1	7.8	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-20

## 买入（维持）

当前价：128.55元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haopian@ebsecn.com](mailto:haopian@ebsecn.com)

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

[huangshuaibin@ebsecn.com](mailto:huangshuaibin@ebsecn.com)

联系人：和霖

021-52523853

[helin@ebsecn.com](mailto:helin@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	14.85
总市值(亿元):	1909.21
一年最低/最高(元):	55.94/149.00
近3月换手率:	92.65%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.78	-20.99	23.64
绝对	18.21	-1.81	14.00

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩超预期，储能业务加速发展——阳光电源（300274.SZ）2022年三季报点评（2022-10-27）

## 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	39,981	73,538	98,993
营业成本	14,837	18,765	30,288	55,299	74,766
折旧和摊销	233	298	433	553	643
税金及附加	63	82	137	251	338
销售费用	973	1,583	3,198	5,148	6,930
管理费用	396	491	800	1,324	1,782
研发费用	806	1,161	2,079	3,677	4,950
财务费用	261	283	-480	666	900
投资收益	136	355	355	355	355
营业利润	2,168	1,898	4,164	7,143	9,858
利润总额	2,182	1,893	4,161	7,162	9,876
所得税	206	189	415	714	985
净利润	1,976	1,704	3,746	6,448	8,892
少数股东损益	21	121	267	459	633
归属母公司净利润	1,954	1,583	3,479	5,989	8,259
EPS(元)	1.34	1.07	2.34	4.03	5.56

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,089	-1,639	2,072	4,520	9,351
净利润	1,954	1,583	3,479	5,989	8,259
折旧摊销	233	298	433	553	643
净营运资金增加	679	3,569	6,086	13,123	8,444
其他	223	-7,089	-7,928	-15,145	-7,995
投资活动产生现金流	-114	-3,713	-2,149	-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	-129	355	355
融资活动现金流	-193	5,179	5,191	7,976	-471
股本变化	0	28	0	0	0
债务净变化	65	1,444	4,441	8,116	378
无息负债变化	3,009	7,554	4,471	20,132	15,771
净现金流	2,712	-193	5,114	10,831	8,216

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	23.1%	22.3%	24.2%	24.8%	24.5%
EBITDA 率	13.7%	11.7%	10.6%	12.2%	11.8%
EBIT 率	12.4%	10.4%	9.5%	11.4%	11.1%
税前净利润率	11.3%	7.8%	10.4%	9.7%	10.0%
归母净利润率	10.1%	6.6%	8.7%	8.1%	8.3%
ROA	7.1%	4.0%	6.8%	7.2%	7.8%
ROE (摊薄)	18.7%	10.1%	18.3%	24.3%	25.6%
经营性 ROIC	22.5%	15.1%	15.1%	20.9%	22.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	61%	61%	63%	71%	70%
流动比率	1.55	1.54	1.47	1.35	1.39
速动比率	1.29	1.09	1.05	0.93	0.95
归母权益/有息债务	4.80	4.32	2.35	1.52	1.95
有形资产/有息债务	12.62	11.60	6.76	5.49	6.84

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	55,349	89,685	114,105
货币资金	7,417	7,790	12,904	23,735	31,950
交易性金融资产	673	3,813	3,813	3,813	3,813
应收账款	6,585	8,748	10,829	18,591	23,239
应收票据	815	784	1,299	2,390	3,217
其他应收款 (合计)	799	947	1,258	2,313	3,114
存货	3,873	10,768	13,314	24,569	33,329
其他流动资产	1,731	1,658	1,419	1,419	1,419
流动资产合计	23,253	36,307	47,230	80,099	104,142
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	313	313	313	313
非流动资产合计	4,750	6,533	8,119	9,586	9,963
总负债	17,138	26,136	35,048	63,297	79,446
短期借款	135	1,525	5,866	13,882	14,160
应付账款	6,706	9,825	12,115	22,120	29,906
应付票据	5,386	7,940	9,086	16,590	22,430
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	32,185	59,447	74,825
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	384	802	1,688	2,360
非流动负债合计	2,111	2,629	2,864	3,850	4,622
股东权益	10,865	16,704	20,301	26,388	34,659
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	9,822	15,451	23,088
归属母公司权益	10,456	15,655	18,986	24,614	32,252
少数股东权益	409	1,049	1,315	1,774	2,407

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.05%	6.56%	8.00%	7.00%	7.00%
管理费用率	2.05%	2.03%	2.00%	1.80%	1.80%
财务费用率	1.35%	1.17%	-1.20%	0.91%	0.91%
研发费用率	4.18%	4.81%	5.20%	5.00%	5.00%
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	0.24	0.42	0.58
每股经营现金流	2.12	-1.10	1.39	3.04	6.30
每股净资产	7.18	10.54	12.78	16.57	21.72
每股销售收入	13.23	16.25	26.92	49.51	66.65

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	96	121	55	32	23
PB	17.9	12.2	10.1	7.8	5.9
EV/EBITDA	71.5	68.5	46.8	23.1	17.9
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