

2023年04月26日

# 阳光电源 (300274.SZ)

## 公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2023-04-26)

117.48 元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 174,480.24   |
| 流通市值(百万元) | 132,661.08   |
| 总股本(百万股)  | 1,485.19     |
| 流通股本(百万股) | 1,129.22     |
| 12个月价格区间  | 138.02/60.30 |

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

|      |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|
| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
| 相对收益 | 17.54 | -3.3  | 95.91 |
| 绝对收益 | 15.86 | -8.61 | 99.69 |

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号: S0910523020004  
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

顾华昊

 SAC 执业证书编号: S0910523020002  
 guhuahao@huajinsec.cn

报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsec.cn

报告联系人

乔春绒

qiaochunrong@huajinsec.cn

### 相关报告

阳光电源: 业绩超预期, 储能业务有望快速放量-阳光电源季报点评 2022.10.31

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司 2023 年 4 月 25 日发布 2022 年报, 2022 全年实现营业收入 402.57 亿元, 同比增长 66.79%; 实现归母净利润 35.93 亿元, 同比增长 127.04%, 扣非后归母净利润 33.86 亿元, 同比增长 153.7%。公司发布 2023Q1 业绩报, 2023Q1 实现营业收入 125.8 亿元, 同比增长 175.42%; 实现归母净利润 15.08 亿元, 同比增长 266.9%, 扣非后归母净利润 14.59 亿元, 同比增长 293.64%。
- ◆ **逆变器业务布局全球市场, 凸显公司渠道优势。** 2022 年光伏逆变器全球出货量 77GW, 其中渠道发货 90 万台。公司逆变设备全球累计装机量突破 340GW。报告期内, 公司加码布局欧洲、美洲、澳洲、中国渠道市场, 全球 370+服务网点, 包含 85+全球服务中心、280+授权认证服务商。同时与全球客户建立良好合作关系, 连续签约数个 GW 级逆变器订单, 分布式市场业绩继续保持高势增长, 全球主流市场占有率稳居第一。公司引领 300kW+组串新技术的 SG320HX、颠覆传统的模块化逆变器 1+X 在全球各类场景中得到广泛深入应用。针对分布式市场, 工商业全系新品登陆全球, 高功率 125kW 产品领跑行业。与此同时, 面向全球日益增长的户储需求, 阳光电源推出新一代户用光储充一体化解决方案, 发布光储全屋绿电解决方案, 引领全球家庭能源独立变革, 以高效发电、便捷运维等特性深受市场认可。
- ◆ **储能业务快速发展, 盈利能力大幅提升。** 报告期内阳光电源储能系统全球出货量 7.7GWh, 实现收入 101 亿元, 同比增长 223%; 储能业务毛利率 23.24%, 同比增加 9.13pct。目前公司储能系统广泛应用在美、英、德等成熟电力市场, 不断强化风光储深度融合。所有参与的储能项目未出现一例安全事故, 在调频调峰、辅助可再生能源并网、微电网、工商业及户用储能等领域积累了广泛的应用经验。报告期内, 公司为拉美 638MWh 最大储能项目、澳洲 Ginan Solar 一期 176MWh 光储融合项目、东南亚 136.24MWh 最大光储融合电站、以色列 430MWh 最大储能项目、山东台儿庄台阳 100MW/200MWh 电网侧独立储能项目等全球多个项目提供整体解决方案。
- ◆ **聚焦技术研发, 光储融合创新能力持续增强。** 2022 年度, 公司投入研发费用 16.92 亿元, 同比增长 45.70%。截至报告期末, 公司共有研发人员 3,647 人, 其中, 拥有博士学位的有 51 人, 拥有硕士学位的有 1,336 人, 研发人员占比约 40%; 公司先后承担了 20 余项国家重大科技计划项目, 主持起草了多项国家标准, 是行业内为数极少的掌握多项自主核心技术的企业之一。同时, 公司亦重视技术创新成果的知识产权积累, 并密切跟进各项新技术标准的演进, 2022 年公司新增专利申请 1,756 件, 专利申请增长率 57%; 累计专利申请 5,410 件, 其中国内 4,691 件, 国外 719 件; 累计专利授权 2,877 件, 增幅 47.4%, 并且依托行业领先的技术储备, 公司积极推动行业内相关标准的制定和优化, 已先后组织起草了多项中国国家标准。

◆ **投资建议：**公司作为逆变器龙头企业，出货量遥遥领先。公司有望长期受益于光伏行业的发展。考虑到公司 2023Q1 业绩超预期，逆变器和储能产品出货增长明显加快，上调公司 2023/24 年净利润预测至 62.13/87.45 亿元(原预测值为 51.3/73.3 亿元)，新增 2025 年净利润预测为 120.53 亿元。对应 EPS 为 4.18、5.89 及 8.12 元/股，对应 PE 为 28.1、20.0 及 14.5 倍，我们维持“买入-B”的投资评级。

◆ **风险提示：**政策性风险、竞争加剧带来的毛利率降低风险、国际贸易摩擦风险

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 24,137 | 40,257 | 69,492 | 95,753 | 118,332 |
| YoY(%)    | 25.2   | 66.8   | 72.6   | 37.8   | 23.6    |
| 净利润(百万元)  | 1,583  | 3,593  | 6,213  | 8,745  | 12,053  |
| YoY(%)    | -19.0  | 127.0  | 72.9   | 40.7   | 37.8    |
| 毛利率(%)    | 22.3   | 24.5   | 24.5   | 25.0   | 25.4    |
| EPS(摊薄/元) | 1.07   | 2.42   | 4.18   | 5.89   | 8.12    |
| ROE(%)    | 10.2   | 18.7   | 24.9   | 26.1   | 26.7    |
| P/E(倍)    | 110.2  | 48.6   | 28.1   | 20.0   | 14.5    |
| P/B(倍)    | 11.1   | 9.3    | 7.1    | 5.3    | 3.9     |
| 净利率(%)    | 6.6    | 8.9    | 8.9    | 9.1    | 10.2    |

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           | 2021A       | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
| <b>流动资产</b>    | 36307       | 51994       | 82240       | 96210       | 126753      | <b>营业收入</b>     | 24137 | 40257 | 69492 | 95753 | 118332 |
| 现金             | 7790        | 11667       | 14340       | 19088       | 27404       | 营业成本            | 18765 | 30376 | 52432 | 71778 | 88221  |
| 应收票据及应收账款      | 9532        | 14891       | 27269       | 30823       | 40967       | 营业税金及附加         | 82    | 143   | 195   | 259   | 402    |
| 预付账款           | 360         | 383         | 899         | 867         | 1316        | 营业费用            | 1583  | 3169  | 5038  | 6980  | 7597   |
| 存货             | 10768       | 19060       | 32426       | 38057       | 48572       | 管理费用            | 491   | 612   | 903   | 1206  | 1290   |
| 其他流动资产         | 7857        | 5993        | 7306        | 7375        | 8494        | 研发费用            | 1161  | 1692  | 2724  | 3983  | 4710   |
| <b>非流动资产</b>   | 6533        | 9632        | 11724       | 13488       | 14907       | 财务费用            | 283   | -477  | 115   | 209   | 189    |
| 长期投资           | 115         | 228         | 352         | 470         | 589         | 资产减值损失          | -481  | -831  | -1047 | -1426 | -2087  |
| 固定资产           | 4246        | 4544        | 6303        | 7795        | 8977        | 公允价值变动收益        | 66    | -30   | -4    | 9     | 10     |
| 无形资产           | 174         | 340         | 362         | 390         | 420         | 投资净收益           | 355   | 40    | 138   | 167   | 175    |
| 其他非流动资产        | 1997        | 4520        | 4706        | 4833        | 4921        | <b>营业利润</b>     | 1898  | 4141  | 7173  | 10087 | 14022  |
| <b>资产总计</b>    | 42840       | 61626       | 93964       | 109698      | 141660      | 营业外收入           | 17    | 9     | 20    | 20    | 17     |
| <b>流动负债</b>    | 23507       | 35469       | 61814       | 69088       | 89395       | 营业外支出           | 22    | 16    | 24    | 21    | 21     |
| 短期借款           | 1525        | 1422        | 1422        | 2551        | 1422        | <b>利润总额</b>     | 1893  | 4134  | 7170  | 10086 | 14018  |
| 应付票据及应付账款      | 17765       | 25926       | 49489       | 53752       | 73140       | 所得税             | 189   | 439   | 747   | 1020  | 1440   |
| 其他流动负债         | 4218        | 8120        | 10902       | 12785       | 14833       | <b>税后利润</b>     | 1704  | 3695  | 6423  | 9067  | 12577  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>2629</b> | <b>6421</b> | <b>6317</b> | <b>5911</b> | <b>5214</b> | 少数股东损益          | 121   | 102   | 209   | 322   | 525    |
| 长期借款           | 1891        | 4162        | 4058        | 3652        | 2955        | <b>归属母公司净利润</b> | 1583  | 3593  | 6213  | 8745  | 12053  |
| 其他非流动负债        | 738         | 2259        | 2259        | 2259        | 2259        | EBITDA          | 2180  | 4529  | 7393  | 10355 | 14195  |
| <b>负债合计</b>    | 26136       | 41889       | 68131       | 74999       | 94609       | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |        |
| 少数股东权益         | 1049        | 1071        | 1280        | 1602        | 2127        | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E  |
| 股本             | 1485        | 1485        | 1485        | 1485        | 1485        | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |        |
| 资本公积           | 6960        | 7053        | 7053        | 7053        | 7053        | 营业收入(%)         | 25.2  | 66.8  | 72.6  | 37.8  | 23.6   |
| 留存收益           | 7250        | 10680       | 16439       | 24593       | 35918       | 营业利润(%)         | -12.5 | 118.2 | 73.2  | 40.6  | 39.0   |
| 归属母公司股东权益      | 15655       | 18666       | 24553       | 33097       | 44925       | 归属于母公司净利润(%)    | -19.0 | 127.0 | 72.9  | 40.7  | 37.8   |
| <b>负债和股东权益</b> | 42840       | 61626       | 93964       | 109698      | 141660      | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |        |
|                |             |             |             |             |             | 毛利率(%)          | 22.3  | 24.5  | 24.5  | 25.0  | 25.4   |
|                |             |             |             |             |             | 净利率(%)          | 6.6   | 8.9   | 8.9   | 9.1   | 10.2   |
|                |             |             |             |             |             | ROE(%)          | 10.2  | 18.7  | 24.9  | 26.1  | 26.7   |
|                |             |             |             |             |             | ROIC(%)         | 8.6   | 14.2  | 19.5  | 21.3  | 23.5   |
|                |             |             |             |             |             | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |        |
|                |             |             |             |             |             | 资产负债率(%)        | 61.0  | 68.0  | 72.5  | 68.4  | 66.8   |
|                |             |             |             |             |             | 流动比率            | 1.5   | 1.5   | 1.3   | 1.4   | 1.4    |
|                |             |             |             |             |             | 速动比率            | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.8   | 0.8    |
|                |             |             |             |             |             | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |        |
|                |             |             |             |             |             | 总资产周转率          | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.9    |
|                |             |             |             |             |             | 应收账款周转率         | 2.9   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3    |
|                |             |             |             |             |             | 应付账款周转率         | 1.3   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4    |
|                |             |             |             |             |             | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |        |
|                |             |             |             |             |             | P/E             | 110.2 | 48.6  | 28.1  | 20.0  | 14.5   |
|                |             |             |             |             |             | P/B             | 11.1  | 9.3   | 7.1   | 5.3   | 3.9    |
|                |             |             |             |             |             | EV/EBITDA       | 77.0  | 37.5  | 22.7  | 15.8  | 10.9   |

  

| 现金流量表(百万元)     |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>经营活动现金流</b> | -1639 | 1210  | 5362  | 6393  | 12318 |
| 净利润            | 1704  | 3695  | 6423  | 9067  | 12577 |
| 折旧摊销           | 304   | 384   | 391   | 523   | 645   |
| 财务费用           | 283   | -477  | 115   | 209   | 189   |
| 投资损失           | -355  | -40   | -138  | -167  | -175  |
| 营运资金变动         | -3231 | -3765 | -1432 | -3229 | -908  |
| 其他经营现金流        | -344  | 1414  | 4     | -9    | -10   |
| <b>投资活动现金流</b> | -3713 | 346   | -2348 | -2111 | -1879 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 5179  | 1747  | -340  | -664  | -994  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.07  | 2.42  | 4.18  | 5.89  | 8.12  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -1.10 | 0.82  | 3.61  | 4.30  | 8.29  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 10.54 | 12.57 | 16.53 | 22.28 | 30.25 |

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

张文臣、顾华昊声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)