

阳光电源 (300274.SZ) 业绩超预期，光储龙头地位稳固

2023年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

殷晟路（分析师）

鞠爽（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

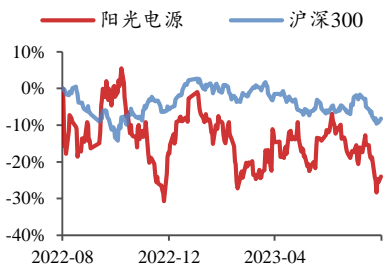
jushuang@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790122070070

日期	2023/8/28
当前股价(元)	100.20
一年最高最低(元)	144.00/90.66
总市值(亿元)	1,488.12
流通市值(亿元)	1,128.52
总股本(亿股)	14.85
流通股本(亿股)	11.26
近3个月换手率(%)	95.73

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q1 业绩超预期，光储龙头多业务持续向好——公司信息更新报告》
-2023.4.25

《光储龙头地位稳固，盈利改善趋势明显——公司信息更新报告》
-2022.10.28

《光储龙头地位稳固，业绩稳中向好——公司信息更新报告》-2022.8.29

● 2023年上半年营收利润双增，业绩超预期

阳光电源发布 2023 年半年报，公司 2023H1 实现营业收入 286.2 亿元，yoy+133.1%。实现归母净利 43.5 亿元，yoy+383.6%，实现扣非归母净利 42.8 亿元，yoy+438.3%。H1 系美元升值影响，实现汇兑收益 4.06 亿元。其中 2023Q2 实现营收 160.4 亿元，QOQ+27.5%，归母净利 28.5 亿元，QOQ+88.8%。扣非归母净利 28.2 亿元，QOQ+93.6%。2023Q2 毛利率/净利率为 30.5%/18.0%，分别环比+2.5pct/5.8pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.5%/1.1%/3.9%/-2.6%，分别环比-0.6/-0.4/+0.4/-3.5pct。伴随公司出货规模的扩大带来的规模效应与新产品的迭代更新，公司逆变器盈利能力有望保持稳定同时随着全球储能市场需求持续释放，公司储能业务收入同样有望同比实现高增。不过受储能与新能源投资开发业务通缩主要原材料产品价格下降及汇率趋稳影响，公司 2024-2025 年利润增速预计将有所放缓。因此我们上调公司 2023 年盈利预测，下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 87.33、94.19、118.08 亿元（原 76.28/98.17/125.53 亿元），EPS 为 5.88/6.34/7.95 元，对应当前股价 PE 为 17.0/15.8/12.6 倍，光储龙头地位稳固，维持“买入”评级。

● 光伏逆变器销量稳步增长，龙头地位稳固

公司光伏逆变器业务 2023H1 实现收入 116.2 亿元，yoy+83.5%，毛利率为 39.5%，yoy+8.1pct。其中 2023Q2 实现收入 70.3 亿元，QOQ+52.7%。公司 2023H1 实现光伏逆变器出货 50GW，yoy+63%。逆变器业务盈利能力持续提升源于产品主要原料 IGBT 模块供需仍然偏紧产品售价较为稳定、公司持续加大产品创新通过高毛利新产品出货占比提升总体盈利能力。此外，公司新能源投资开发业务 2023H1 实现收入 75.6 亿元，yoy+162.8%，毛利率为 11.5%，yoy-4.2pct。随着光伏组件价格的下跌，下游需求有望持续释放，公司新能源投资开发业务有望加速放量。

● 储能业务量利双升，行业高景气度下有望持续放量

公司储能系统集成业务 2023H1 实现收入 85.2 亿元，yoy+257.3%，毛利率为 30.7%，yoy+12.3pct，实现储能系统出货 5GWh，yoy+152%。随着碳酸锂价格的下降，全球储能市场加速放量，公司储能系统集成业务收入有望实现同比高增。

● **风险提示：**IGBT 模块供应紧张影响公司出货、行业竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,137	40,257	68,864	82,100	104,615
YOY(%)	25.2	66.8	71.1	19.2	27.4
归母净利润(百万元)	1,583	3,593	8,733	9,419	11,808
YOY(%)	-19.0	127.0	143.0	7.9	25.4
毛利率(%)	22.3	24.5	28.1	26.3	26.2
净利率(%)	7.1	9.2	12.8	11.6	11.4
ROE(%)	10.2	18.7	31.3	25.3	24.2
EPS(摊薄/元)	1.07	2.42	5.88	6.34	7.95
P/E(倍)	94.0	41.4	17.0	15.8	12.6
P/B(倍)	9.5	8.0	5.5	4.1	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36307	51994	86492	84767	130051	营业收入	24137	40257	68864	82100	104615
现金	7790	11667	19957	23793	30317	营业成本	18765	30376	49480	60482	77237
应收票据及应收账款	9532	14891	26887	22921	40547	营业税金及附加	82	143	244	291	371
其他应收款	947	1172	2452	1868	3637	营业费用	1583	3169	5008	5724	7190
预付账款	360	383	888	627	1303	管理费用	491	612	841	920	1068
存货	10768	19060	29527	29864	45980	研发费用	1161	1692	2757	3205	3979
其他流动资产	6911	4821	6781	5695	8267	财务费用	283	-477	-204	279	762
非流动资产	6533	9632	15100	17191	20632	资产减值损失	-274	-375	-238	0	0
长期投资	115	228	341	455	568	其他收益	186	221	0	0	0
固定资产	4246	4544	9681	11628	14779	公允价值变动收益	66	-30	17	0	0
无形资产	174	340	362	390	420	投资净收益	355	40	-45	0	0
其他非流动资产	1997	4520	4715	4719	4865	资产处置收益	0	-2	0	0	0
资产总计	42840	61626	101592	101958	150682	营业利润	1898	4141	10389	11199	14008
流动负债	23507	35469	65687	57315	94618	营业外收入	17	9	0	0	0
短期借款	1525	1422	11056	6210	20760	营业外支出	22	16	0	0	0
应付票据及应付账款	17765	25926	45434	41793	63453	利润总额	1893	4134	10389	11199	14008
其他流动负债	4218	8120	9196	9312	10405	所得税	189	439	1558	1680	2101
非流动负债	2629	6421	7665	7085	6824	净利润	1704	3695	8831	9519	11907
长期借款	1891	4162	5406	4826	4565	少数股东损益	121	102	98	99	99
其他非流动负债	738	2259	2259	2259	2259	归属母公司净利润	1583	3593	8733	9419	11808
负债合计	26136	41889	73352	64400	101442	EBITDA	2180	4529	11028	12070	15217
少数股东权益	1049	1071	1169	1268	1367	EPS(元)	1.07	2.42	5.88	6.34	7.95
股本	1485	1485	1485	1485	1485						
资本公积	6960	7053	7053	7053	7053	主要财务比率					
留存收益	7250	10679	18597	27159	37879		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	15655	18666	27072	36290	47873	成长能力					
负债和股东权益	42840	61626	101592	101958	150682	营业收入(%)	25.2	66.8	71.1	19.2	27.4
						营业利润(%)	-12.5	118.2	150.9	7.8	25.1
						归属于母公司净利润(%)	-19.0	127.0	143.0	7.9	25.4
						毛利率(%)	22.3	24.5	28.1	26.3	26.2
						净利率(%)	7.1	9.2	12.8	11.6	11.4
						ROE(%)	10.2	18.7	31.3	25.3	24.2
						ROIC(%)	22.7	32.3	39.1	41.9	28.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.0	68.0	72.2	63.2	67.3
						净负债比率(%)	-23.8	-22.7	-4.7	-27.7	-4.7
						流动比率	1.5	1.5	1.3	1.5	1.4
						速动比率	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.1	3.6	3.6	3.6	3.6
						应付账款周转率	2.3	2.6	2.6	2.6	2.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.07	2.42	5.88	6.34	7.95
						每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	0.82	2.01	8.35	-1.81
						每股净资产(最新摊薄)	10.54	12.57	18.23	24.44	32.23
						估值比率					
						P/E	94.0	41.4	17.0	15.8	12.6
						P/B	9.5	8.0	5.5	4.1	3.1
						EV/EBITDA	65.2	31.8	13.3	11.4	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn