



阳光电源 (300274.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

量利逆势提升，尽显龙头优势

业绩简评

2023年10月27日，公司披露三季报，前三季度实现营收464.2亿元，同比增长109%；归母净利润72.2亿元，同比增长251%。其中Q3实现归母净利润28.7亿元，同比增长147%，超预期。

经营分析

收入逆势实现环增，盈利能力持续提升：公司Q3收入178亿元，环比+11%，毛利率34.37%，环比+3.84pct。公司凭借在全球地面及分布式市场的领先布局，在Q2高基数下仍实现环比双位数增长，同时受益于组件及电芯等原材料成本的下降，毛利率继续环比提升。

精益管理见成效，营运效率显著提升：公司今年以来经营管理效率进一步提升，三季报应收账款周转天数87天，同比下降30天；固定资产周转次数9.44次，同比增加4.36次；ROE高达32.68%，同比增加20.09pct。

PowerTitan2.0大储新品发布，巩固龙头市场地位：近期公司发布全球首个10MWh全液冷储能系统PowerTitan2.0。该产品首创“交直流一体化”极简结构，电池单元与PCS融于一柜，可节省占地面积29%，简化现场安装调试流程，同时提高系统安全性、减少运维成本。公司持续快速的研发迭代能力有力保障了产品领先性，有助于其在全球大储市场继续攻城略地。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司盈利能力超预期，上调2023-2025年归母净利润预测至98.76(+8%)、122.71(+3%)、160.28(+6%)亿元，对应PE为12、10、8倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

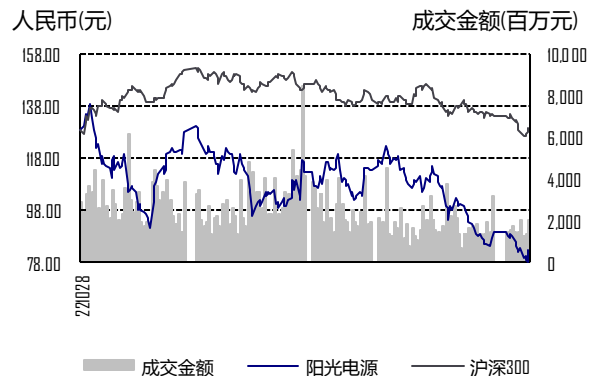
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：82.86元

相关报告：

- 《阳光电源公司点评：逆变器、储能业务量利齐升·经营现金流大幅增...》，2023.8.24
- 《阳光电源公司点评：业绩预告大超预期·精益管理显现成效》，2023.8.7
- 《阳光电源点评：Q1业绩超预期·盈利能力显著提升》，2023.4.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,137	40,257	79,533	106,462	136,573
营业收入增长率	25.15%	66.79%	97.56%	33.86%	28.28%
归母净利润(百万元)	1,583	3,593	9,876	12,271	16,028
归母净利润增长率	-19.01%	127.04%	174.83%	24.26%	30.61%
摊薄每股收益(元)	1.07	2.42	6.65	8.26	10.79
每股经营性现金流净额	-1.10	0.82	1.45	5.45	7.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.11%	19.25%	35.36%	30.98%	29.22%
P/E	136.82	46.21	12.46	10.03	7.68
P/B	13.83	8.90	4.41	3.11	2.24

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,286	24,137	40,257	79,533	106,462	136,573
增长率		25.2%	66.8%	97.6%	33.9%	28.3%
主营业务成本	-14,837	-18,765	-30,376	-56,543	-78,811	-101,904
%销售收入	76.9%	77.7%	75.5%	71.1%	74.0%	74.6%
毛利	4,449	5,371	9,881	22,990	27,650	34,669
%销售收入	23.1%	22.3%	24.5%	28.9%	26.0%	25.4%
营业税金及附加	-63	-82	-143	-398	-532	-683
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-973	-1,583	-3,169	-5,965	-6,920	-8,194
%销售收入	5.0%	6.6%	7.9%	7.5%	6.5%	6.0%
管理费用	-396	-491	-612	-1,034	-1,384	-1,775
%销售收入	2.1%	2.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-806	-1,161	-1,692	-3,181	-3,833	-4,643
%销售收入	4.2%	4.8%	4.2%	4.0%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	2,210	2,054	4,265	12,412	14,981	19,373
%销售收入	11.5%	8.5%	10.6%	15.6%	14.1%	14.2%
财务费用	-261	-283	477	-221	-251	-122
%销售收入	1.4%	1.2%	-1.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-76	-481	-831	-853	-729	-1,018
公允价值变动收益	2	66	-30	0	0	0
投资收益	136	355	40	-40	0	0
%税前利润	6.2%	18.8%	1.0%	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	2,168	1,898	4,141	11,299	14,002	18,234
营业利润率	11.2%	7.9%	10.3%	14.2%	13.2%	13.4%
营业外收支	13	-5	-7	0	0	0
税前利润	2,182	1,893	4,134	11,299	14,002	18,234
利润率	11.3%	7.8%	10.3%	14.2%	13.2%	13.4%
所得税	-206	-189	-439	-1,243	-1,540	-2,006
所得税率	9.4%	10.0%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,976	1,704	3,695	10,056	12,461	16,228
少数股东损益	21	121	102	180	190	200
归属于母公司的净利润	1,954	1,583	3,593	9,876	12,271	16,028
净利率	10.1%	6.6%	8.9%	12.4%	11.5%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,976	1,704	3,695	10,056	12,461	16,228
少数股东损益	21	121	102	180	190	200
非现金支出	319	829	1,299	1,281	1,255	1,614
非经营收益	-53	-544	-156	-461	1,612	400
营运资金变动	847	-3,627	-3,628	-8,716	-7,241	-6,632
经营活动现金净流	3,089	-1,639	1,210	2,160	8,088	11,610
资本开支	-953	-1,653	-1,517	-2,288	-926	-1,634
投资	705	-2,202	1,849	-320	-80	-80
其他	134	142	14	-240	-100	-100
投资活动现金净流	-114	-3,713	346	-2,848	-1,106	-1,814
股权募资	76	4,179	15	-317	0	0
债权募资	-66	1,370	3,192	2,504	-76	300
其他	-204	-370	-1,460	-765	-1,106	-1,272
筹资活动现金净流	-193	5,179	1,747	1,422	-1,182	-972
现金净流量	2,712	-193	3,242	734	5,800	8,824

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,417	7,790	11,667	12,235	17,839	26,466
应收款项	9,630	11,242	17,101	24,955	34,682	44,218
存货	3,873	10,768	19,060	26,568	37,700	49,584
其他流动资产	2,332	6,508	4,166	8,355	10,857	13,120
流动资产	23,253	36,307	51,994	72,113	101,078	133,388
%总资产	83.0%	84.8%	84.4%	84.6%	88.7%	90.3%
长期投资	764	368	884	1,204	1,384	1,564
固定资产	3,453	4,670	5,732	6,876	7,653	8,277
%总资产	12.3%	10.9%	9.3%	8.1%	6.7%	5.6%
无形资产	163	198	439	885	1,010	1,125
非流动资产	4,750	6,533	9,632	13,138	12,871	14,334
%总资产	17.0%	15.2%	15.6%	15.4%	11.3%	9.7%
资产总计	28,003	42,840	61,626	85,250	113,949	147,722
短期借款	396	1,730	2,232	1,676	1,800	2,300
应付款项	12,326	18,266	26,686	33,076	46,061	59,536
其他流动负债	2,306	3,512	6,550	10,672	13,916	17,703
流动负债	15,027	23,507	35,469	45,424	61,778	79,539
长期贷款	1,781	1,891	4,162	6,594	6,594	6,594
其他长期负债	330	738	2,259	4,054	4,531	5,087
负债	17,138	26,136	41,889	56,071	72,903	91,220
普通股股东权益	10,456	15,655	18,666	27,928	39,606	54,861
其中：股本	1,457	1,485	1,485	1,485	1,485	1,485
未分配利润	5,277	6,533	9,613	19,192	30,869	46,125
少数股东权益	409	1,049	1,071	1,251	1,441	1,641
负债股东权益合计	28,003	42,840	61,626	85,250	113,949	147,722

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.341	1.066	2.419	6.65	8.26	10.79
每股净资产	7.175	10.541	12.568	18.805	26.668	36.940
每股经营现金净流	2.120	-1.103	0.815	1.454	5.446	7.817
每股股利	0.070	0.140	0.111	0.200	0.400	0.520
回报率						
净资产收益率	18.69%	10.11%	19.25%	35.36%	30.98%	29.22%
总资产收益率	6.98%	3.69%	5.83%	11.58%	10.77%	10.85%
投入资本收益率	15.33%	9.09%	14.58%	29.48%	26.96%	26.36%
增长率						
主营业务收入增长率	48.31%	25.15%	66.79%	97.56%	33.86%	28.28%
EBIT 增长率	92.80%	-7.07%	107.66%	191.01%	20.70%	29.31%
净利润增长率	118.96%	-19.01%	127.04%	174.83%	24.26%	30.61%
总资产增长率	22.72%	52.98%	43.85%	38.33%	33.66%	29.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	125.5	115.9	102.2	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	88.7	142.4	179.2	175.0	180.0	185.0
应付账款周转天数	154.5	160.8	139.7	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	61.3	64.2	41.2	24.3	19.4	15.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.43%	-47.78%	-34.27%	-18.70%	-26.64%	-33.74%
EBIT 利息保障倍数	8.5	7.3	-8.9	56.2	59.7	159.4
资产负债率	61.20%	61.01%	67.97%	65.77%	63.98%	61.75%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-20	买入	90.10	N/A
2	2022-05-15	买入	71.50	N/A
3	2022-08-28	买入	131.65	N/A
4	2022-10-27	买入	132.70	N/A
5	2023-01-20	买入	120.10	N/A
6	2023-04-24	买入	110.00	N/A
7	2023-08-07	买入	110.74	N/A
8	2023-08-24	买入	94.43	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

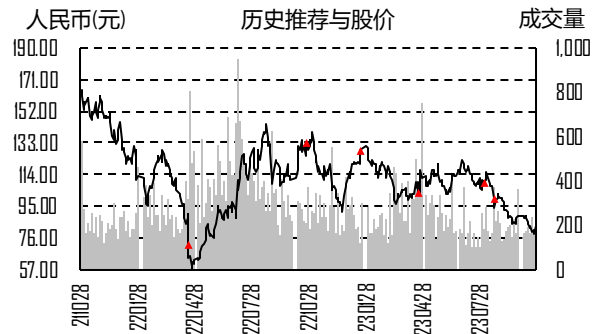
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究