

阳光电源 (300274)

2023 三季度报点评：逆变器+储能出货保持高增，盈利能力提升超市场预期

买入 (维持)

2023 年 10 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	40,257	68,600	92,605	118,690
同比	67%	70%	35%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	3,593	9,341	11,997	15,006
同比	127%	160%	28%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.42	6.29	8.08	10.10
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.25	13.17	10.26	8.20

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件：**公司发布 23 年三季度报，23Q1-3 营收 464.15 亿元，同增 108.85%；归母净利 72.23 亿元，同增 250.53%；扣非净利 70.75 亿元，同增 271.94%。其中 23Q3 营收 177.92 亿元，同环增 79%/11%；归母净利 28.69 亿元，同环增 147%/0.8%；扣非净利 27.93 亿元，同环比 152%/-1%，超市场预期。
- **逆变器 2023Q3 出货同比高增、毛利率环比小幅提升。**2023Q1-3 公司光伏逆变器发货 83GW+，同增 65%左右，公司预计实现收入 165-170 亿元，同增 70%左右，其中我们预计 2023Q3 收入/出货约 65-70 亿元/30GW 左右，地面电站占比为 67%，户储逆变器占比尚小但稳步提升，因价格稳定、美元汇率维持高位、运费明显下降、海外占比高，毛利率环比略增，后续我们预计稳中有降。全年看，逆变器出货达 120-140GW，其中 Hybrid 预计 30 万台+，同比有望翻倍，充分体现公司极强的品牌力和渠道力。
- **储能 2023Q3 海外高价单交付、毛利率超预期提升。**2023Q1-3 公司储能实现收入 135-140 亿元，同增 170-175%，我们预计确收 8-9GWh；单 Q3 收入约 50-55 亿元，环增 8-10%，因部分高价单交付、运费下降、海外占比提升至 85%等，毛利率预计环比提升较为明显。2023 年公司预计储能出货 15-16GWh，其中大储 14Gwh+，户储 1-2GWh；2024 年海外利率下行、公司产品力强，将受益欧美市场保持持续高增，毛利率我们预计稳中有降。
- **电站保持增长、审慎计提资产减值。**2023Q1-3 公司电站 EPC 实现收入 125-130 亿，其中 2023Q3 收入 50 亿元+，环增 28%，我们预计部分电站项目盈利好，且户用分布式开发量同比 250%+ 增长，使得 2023Q3 毛利率有明显提升。全年我们预计电站开发 6GW 左右，同增 50%+，户用分布式占比明显提升。针对超过一年未开工的电站业务，公司 2023Q1-3 进行约 8 亿元审慎减值计提，对盈利有一定影响，越南项目 2023Q4 将再次评估，公司预计有所减值。
- **汇兑略有损失导致费用率有所上升。**2023Q3 公司期间费用率为 14.52%，同环增 5.7/5.7pct，主要系本期内产生 2 亿元左右汇兑损失，财务费用环比提升 4.25pct，主要系售后服务费增长及加大研发投入，销售/管理费用率分别环增 1.2/0.2pct。因本期销售回款增加，2023Q3 公司经营性现金流-2.2 亿元，较去年同期增加 14 亿元，2023Q3 末存货/合同负债分别为 269/55 亿元，分别较 2023 年初增长 41%/增长 45%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司业绩超预期，我们上调 2023 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 93.4/120.0/150.1 亿元（前值为 92.0/120.0/150.1 亿元），同增 160%/28%/25%，基于公司逆变器龙头地位，给予 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 129 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.86
一年最低/最高价	76.38/140.41
市净率(倍)	4.82
流通 A 股市值(百万元)	93,320.11
总市值(百万元)	123,059.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.19
资产负债率(% ,LF)	66.32
总股本(百万股)	1,485.15
流通 A 股(百万股)	1,126.24

相关研究

《阳光电源(300274)：2023 年中报点评：逆变器+储能出货高增，盈利能力提升超预期》

2023-08-25

《阳光电源(300274)：出货环比高增，毛利率提升及业绩大超预期》

2023-08-08

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	51,994	80,212	114,551	152,131	营业总收入	40,257	68,600	92,605	118,690
货币资金及交易性金融资产	13,157	21,828	27,518	40,153	营业成本(含金融类)	30,376	47,699	67,761	88,885
经营性应收款项	16,312	29,559	40,359	51,428	税金及附加	143	274	293	385
存货	19,060	22,301	37,744	49,412	销售费用	3,169	5,008	5,927	6,647
合同资产	1,292	3,179	4,166	4,882	管理费用	612	858	972	1,072
其他流动资产	2,173	3,345	4,765	6,256	研发费用	1,692	2,607	3,334	4,035
非流动资产	9,632	10,789	12,030	13,035	财务费用	(477)	(6)	(8)	27
长期股权投资	228	348	418	468	加:其他收益	221	274	278	237
固定资产及使用权资产	5,103	6,558	7,685	8,586	投资净收益	40	(55)	93	119
在建工程	1,189	671	519	431	公允价值变动	(30)	50	50	60
无形资产	340	446	582	703	减值损失	(831)	(1,350)	(700)	(500)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	(7)	0	0
长期待摊费用	99	73	53	24	营业利润	4,141	11,073	14,047	17,555
其他非流动资产	2,673	2,693	2,773	2,823	营业外净收支	(7)	10	10	10
资产总计	61,626	91,000	126,581	165,165	利润总额	4,134	11,083	14,057	17,565
流动负债	35,469	55,311	78,663	101,966	减:所得税	439	1,552	1,827	2,283
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,232	3,432	4,732	6,692	净利润	3,695	9,531	12,229	15,281
经营性应付款项	25,926	42,472	60,773	78,242	减:少数股东损益	102	191	232	275
合同负债	3,788	4,436	6,302	8,266	归属母公司净利润	3,593	9,341	11,997	15,006
其他流动负债	3,522	4,971	6,856	8,765	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	6.29	8.08	10.10
非流动负债	6,421	6,421	6,421	6,421	EBIT	3,665	12,155	14,318	17,666
长期借款	4,162	4,162	4,162	4,162	EBITDA	4,133	12,754	15,020	18,461
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.55	30.47	26.83	25.11
租赁负债	431	431	431	431	归母净利率(%)	8.93	13.62	12.95	12.64
其他非流动负债	1,828	1,828	1,828	1,828	收入增长率(%)	66.79	70.40	34.99	28.17
负债合计	41,889	61,732	85,084	108,386	归母净利润增长率(%)	127.04	159.94	28.44	25.08
归属母公司股东权益	18,666	28,007	40,004	55,010					
少数股东权益	1,071	1,261	1,494	1,769					
所有者权益合计	19,737	29,268	41,498	56,779					
负债和股东权益	61,626	91,000	126,581	165,165					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,210	9,389	6,415	12,617	每股净资产(元)	12.57	18.86	26.94	37.04
投资活动现金流	346	(2,807)	(2,441)	(2,271)	最新发行在外股份(百万股)	1,485	1,485	1,485	1,485
筹资活动现金流	1,747	1,039	1,065	1,629	ROIC(%)	13.89	32.74	28.27	25.86
现金净增加额	3,242	7,621	5,040	11,975	ROE-摊薄(%)	19.25	33.35	29.99	27.28
折旧和摊销	468	599	702	795	资产负债率(%)	67.97	67.84	67.22	65.62
资本开支	(1,517)	(1,607)	(1,770)	(1,685)	P/E (现价&最新股本摊薄)	34.25	13.17	10.26	8.20
营运资本变动	(3,765)	(2,532)	(7,763)	(4,520)	P/B (现价)	6.59	4.39	3.08	2.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>