

太阳能

阳光电源（300274.SZ）

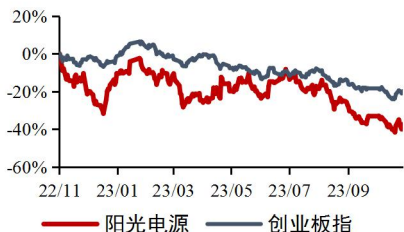
买入-A(维持)

盈利能力提升，行业地位稳固

2023年11月5日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年11月3日

收盘价(元):	83.61
年内最高/最低(元):	139.95/76.38
流通A股/总股本(亿):	11.26/14.85
流通A股市值(亿):	941.65
总市值(亿):	1,241.73

资料来源：最闻

基础数据：2023年9月30日

基本每股收益:	4.86
摊薄每股收益:	4.86
每股净资产(元):	18.15
净资产收益率:	27.20

资料来源：最闻

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

贾惠琳

执业登记编码: S0760523070001

邮箱: jiahuilin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司公布2023年三季报，前三季度实现营业收入464.1亿元，同比+108.9%；实现归母净利润72.2亿元，同比+250.5%。2023年Q3实现营业收入177.9亿元，同比+79.0%，实现归母净利润28.7亿元，同比+147.3%。

事件点评

➢ **费用管控水平提升，盈利能力增强。**公司前三季度整体费用率为12.1%，同比-0.8pct；其中，销售费用率为7.2%，同比-0.9pct，管理费用率为5.0%，同比-2.3pct。受益于品牌溢价、产品创新以及规模效应，2023年前三季度公司毛利率31.3%，同比+6.0pct；销售净利率为15.8%，同比+6.2pct。公司Q3单季度毛利率为34.4%，同比+9.2pct，环比+3.8pct；归母净利率为16.1%，同比+4.4pct，环比-1.6pct。

➢ **逆变器：出货持续增长，渠道布局完善。**公司前三季度逆变器出货保持快速增长的态势，发货超83GW，同比+65%。产品方面，公司重视研发，大功率组串逆变器SG320HX、“1+X”模块化逆变器等产品在全球各场景得到广泛应用。渠道方面，公司加码全球市场布局，并已在中、澳、欧渠道市场取得领先地位。

➢ **储能：产品力增强，盈利能力改善。**公司依托“三电融合”技术，致力于打造专业的储能系统。公司产品覆盖大储、工商业储能和户储，报告期内公司推出了PowerTitan 2.0配置嵌入式PCS、搭载干细胞电网技术，以全系统液冷散热和All in one的设计，实现交直流一体化，是全球首个10MWh全液冷储能系统，产品竞争力进一步提升。此外，公司持续推进精益运营，产品交付能力提升，盈利能力大幅改善。

投资建议

➢ 逆变器、储能、新能源开发等核心业务持续放量，行业领先地位进一步提升。考虑到公司前三季度业绩超预期，我们上调对公司的盈利预测，预计公司2023-2025年归母公司净利润85.7/110.5/121.1亿元，分别同比增长138.5/29.0%/9.6%，对应EPS为5.77/7.44/8.15元，PE为14.5/11.2/10.3倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 政策变动风险；原材料供应短缺；需求不及预期；市场竞争加剧等。

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	70,767	96,178	123,893



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



	YoY(%)	25.2	66.8	75.8	35.9	28.8
净利润(百万元)		1,583	3,593	8,569	11,051	12,108
	YoY(%)	-19.0	127.0	138.5	29.0	9.6
毛利率(%)		22.3	24.5	28.2	27.1	25.2
EPS(摊薄/元)		1.07	2.42	5.77	7.44	8.15
ROE(%)		10.2	18.7	31.3	29.0	24.3
P/E(倍)		78.5	34.6	14.5	11.2	10.3
P/B(倍)		7.9	6.7	4.6	3.3	2.5
净利率(%)		6.6	8.9	12.1	11.5	9.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36307	51994	69037	99976	123207
现金	7790	11667	12030	20697	27188
应收票据及应收账款	9532	14891	20492	27597	34350
预付账款	360	383	1286	907	1864
存货	10768	19060	27132	43027	49648
其他流动资产	7857	5993	8096	7748	10157
非流动资产	6533	9632	11187	12390	13692
长期投资	115	228	352	470	589
固定资产	4246	4544	5782	6751	7762
无形资产	174	340	362	390	420
其他非流动资产	1997	4520	4691	4779	4921
资产总计	42840	61626	80224	112366	136899
流动负债	23507	35469	45789	67181	79920
短期借款	1525	1422	10437	1445	1449
应付票据及应付账款	17765	25926	24885	53069	62775
其他流动负债	4218	8120	10467	12667	15697
非流动负债	2629	6421	6020	5512	4896
长期借款	1891	4162	3761	3253	2637
其他非流动负债	738	2259	2259	2259	2259
负债合计	26136	41889	51809	72693	84816
少数股东权益	1049	1071	1359	1766	2294
股本	1485	1485	1485	1485	1485
资本公积	6960	7053	7200	7200	7200
留存收益	7250	10680	18622	28928	40305
归属母公司股东权益	15655	18666	27056	37906	49790
负债和股东权益	42840	61626	80224	112366	136899

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1639	1210	-5535	20472	9689
净利润	1704	3695	8858	11458	12636
折旧摊销	304	384	375	473	570
财务费用	283	-477	394	567	419
投资损失	-355	-40	1	-132	-132
营运资金变动	-3231	-3765	-15153	8117	-3793
其他经营现金流	-344	1414	-10	-11	-12
投资活动现金流	-3713	346	-2272	-1646	-2050
筹资活动现金流	5179	1747	-809	-1179	-1148
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	2.42	5.77	7.44	8.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	0.82	-3.73	13.78	6.52
每股净资产(最新摊薄)	10.54	12.57	18.12	25.42	33.43

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24137	40257	70767	96178	123893
营业成本	18765	30376	50811	70159	92675
营业税金及附加	82	143	244	329	428
营业费用	1583	3169	4695	6278	8546
管理费用	491	612	1311	1721	2124
研发费用	1161	1692	3200	4260	5565
财务费用	283	-477	394	567	419
资产减值损失	-481	-831	-389	-433	-372
公允价值变动收益	66	-30	10	11	12
投资净收益	355	40	-1	132	132
营业利润	1898	4141	9891	12748	14087
营业外收入	17	9	20	20	17
营业外支出	22	16	24	21	21
利润总额	1893	4134	9888	12747	14083
所得税	189	439	1030	1289	1447
税后利润	1704	3695	8858	11458	12636
少数股东损益	121	102	289	407	527
归属母公司净利润	1583	3593	8569	11051	12108
EBITDA	2134	4447	10303	13114	14081

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	66.8	75.8	35.9	28.8
营业利润(%)	-12.5	118.2	138.9	28.9	10.5
归属于母公司净利润(%)	-19.0	127.0	138.5	29.0	9.6
获利能力					
毛利率(%)	22.3	24.5	28.2	27.1	25.2
净利率(%)	6.6	8.9	12.1	11.5	9.8
ROE(%)	10.2	18.7	31.3	29.0	24.3
ROIC(%)	8.3	13.8	20.5	25.4	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	68.0	64.6	64.7	62.0
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	2.9	3.3	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	1.3	1.4	2.0	1.8	1.6
估值比率					
P/E	78.5	34.6	14.5	11.2	10.3
P/B	7.9	6.7	4.6	3.3	2.5
EV/EBITDA	55.2	26.9	12.4	8.4	7.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

