

## 阳光电源 (300274.SZ) 业绩超预期，盈利能力持续环比提升

2023年11月14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

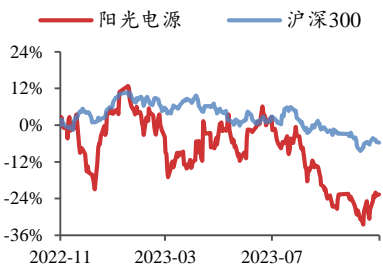
jushuang@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790122070070

日期	2023/11/13
当前股价(元)	89.44
一年最高最低(元)	135.00/76.38
总市值(亿元)	1,328.32
流通市值(亿元)	1,007.31
总股本(亿股)	14.85
流通股本(亿股)	11.26
近3个月换手率(%)	95.26

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《业绩超预期，光储龙头地位稳固——公司信息更新报告》-2023.8.29
- 《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

### ● 2023Q3 业绩超预期，盈利能力持续高增

阳光电源发布 2023 年三季报，公司 2023Q1-3 实现营业收入 464.2 亿元，yoy+108.9%。实现归母净利 72.2 亿元，yoy+250.5%，实现扣非归母净利 70.8 亿元，yoy+271.9%。其中 2023Q3 实现营收 177.9 亿元，QOQ+10.9%，yoy+78.9%，归母净利 28.69 亿元，QOQ+0.8%，yoy+147.3%。扣非归母净利 27.93 亿元，QOQ-1.1%，yoy+152.4%。2023Q3 毛利率/净利率为 34.4%/16.4%，分别环比+3.8pct/-1.6pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.7%/1.3%/3.9%/1.6%，分别环比+1.2/+0.2/+0.0/+4.2pct。单 Q3 计提资产减值损失-1.42 亿元，计提信用减值损失-1.22 亿元。公司业绩与盈利能力持续超预期，考虑公司逆变器业务快速的产品迭代能力与强大的品牌效应其盈利能力有望持续保持较高水平，同时公司积极拓展欧洲、英国、澳洲等区域大储市场打开增量市场空间，其储能业务有望持续高增长。因此我们上调公司 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 104.9/118.3/145.0 亿元（原 87.33/94.19/118.08 亿元），EPS 为 7.06、7.97、9.77 元，对应当前股价 PE 为 12.7、11.2、9.2 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营收持续高增，丰富的产品系列、强大的品牌实力与完善的销售渠道是公司逆变器业务保证高毛利的突出优势。公司持续加码欧洲、美洲、澳洲与国内渠道市场，在全球建立超 370 个服务网点。同时，公司在产品端持续完善产品布局，大功率组串逆变器 SG320HX、1+X 模块化逆变器在全球各类场景中得到广泛应用，1+X 模块化逆变器累计在全球接单量已经超过 16GW。

### ● 储能产品性能卓越，欧洲、澳洲市场开拓成效显著

公司储能系统产品针对多区域多场景持续推陈出新，通过产品升级迭代保持技术领先优势。此外，公司积极拓展欧洲、澳洲等区域大储市场，打开中美储能市场之外增量，在 2023H1 签约南澳最大独立储能订单 138MW/330MWh，签订英国 825MWh 储能大单。随着储能系统成本下降在中东、东南亚、南美等区域市场需求有望持续释放，公司作为全球储能系统集成龙头，其出货有望持续高增。

● **风险提示：**IGBT 模块供应紧张影响公司出货；储能系统集成产品盈利下滑。

### 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	68,535	80,976	97,334
YOY(%)	25.2	66.8	70.2	18.2	20.2
归母净利润(百万元)	1,583	3,593	10,489	11,834	14,503
YOY(%)	-19.0	127.0	191.9	12.8	22.6
毛利率(%)	22.3	24.5	31.6	29.8	30.0
净利率(%)	7.1	9.2	15.5	14.7	15.0
ROE(%)	10.2	18.7	35.3	28.6	26.0
EPS(摊薄/元)	1.07	2.42	7.06	7.97	9.77
P/E(倍)	83.9	37.0	12.7	11.2	9.2
P/B(倍)	8.5	7.1	4.6	3.3	2.4

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
<b>流动资产</b>	36307	51994	83586	82832	115236	<b>营业收入</b>	24137	40257	68535	80976	97334
现金	7790	11667	19861	23467	28207	营业成本	18765	30376	46867	56832	68175
应收票据及应收账款	9532	14891	26688	22439	36612	营业税金及附加	82	143	243	287	345
其他应收款	947	1172	2435	1827	3295	营业费用	1583	3169	5258	5970	7079
预付账款	360	383	882	612	1183	管理费用	491	612	959	1053	1168
存货	10768	19060	26961	28845	38100	研发费用	1161	1692	2741	3158	3699
其他流动资产	6911	4821	6760	5642	7839	财务费用	283	-477	48	115	273
<b>非流动资产</b>	6533	9632	15037	16985	19352	资产减值损失	-274	-375	-380	0	0
长期投资	115	228	341	455	568	其他收益	186	221	170	0	0
固定资产	4246	4544	9622	11435	13603	公允价值变动收益	66	-30	58	0	0
无形资产	174	340	362	390	420	投资净收益	355	40	-32	0	0
其他非流动资产	1997	4520	4711	4705	4761	资产处置收益	0	-2	-5	0	0
<b>资产总计</b>	42840	61626	98623	99817	134588	<b>营业利润</b>	1898	4141	12026	13563	16596
<b>流动负债</b>	23507	35469	60984	51073	72120	营业外收入	17	9	7	0	0
短期借款	1525	1422	10237	1528	9571	营业外支出	22	16	0	0	0
应付票据及应付账款	17765	25926	41666	40297	52600	<b>利润总额</b>	1893	4134	12033	13563	16596
其他流动负债	4218	8120	9081	9249	9949	所得税	189	439	1444	1628	1992
<b>非流动负债</b>	2629	6421	7641	7011	6356	<b>净利润</b>	1704	3695	10589	11935	14605
长期借款	1891	4162	5382	4752	4097	少数股东损益	121	102	99	101	102
其他非流动负债	738	2259	2259	2259	2259	<b>归属母公司净利润</b>	1583	3593	10489	11834	14503
<b>负债合计</b>	26136	41889	68625	58084	78476	EBITDA	2180	4529	12645	14264	17308
少数股东权益	1049	1071	1170	1271	1373	EPS(元)	1.07	2.42	7.06	7.97	9.77
股本	1485	1485	1485	1485	1485						
资本公积	6960	7053	7053	7053	7053						
留存收益	7250	10679	20174	30908	44058						
<b>归属母公司股东权益</b>	15655	18666	28828	40462	54740						
<b>负债和股东权益</b>	42840	61626	98623	99817	134588						

现金流量表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-1639	1210	3878	15777	925
净利润	1704	3695	10589	11935	14605
折旧摊销	304	384	496	748	926
财务费用	283	-477	48	115	273
投资损失	-355	-40	32	0	0
营运资金变动	-3231	-3765	-7029	2979	-14878
其他经营现金流	-344	1414	-257	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3713	346	-5879	-2697	-3293
资本支出	1666	1527	5788	2584	3180
长期投资	-2206	1849	-113	-113	-113
其他投资现金流	158	23	22	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	5179	1747	1381	-766	-935
短期借款	1389	-102	8815	-8709	8044
长期借款	110	2270	1220	-629	-655
普通股增加	28	-0	0	0	0
资本公积增加	3741	93	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-514	-8654	8573	-8324
<b>现金净增加额</b>	-193	3242	-620	12315	-3303

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.2	66.8	70.2	18.2	20.2
营业利润(%)	-12.5	118.2	190.4	12.8	22.4
归属于母公司净利润(%)	-19.0	127.0	191.9	12.8	22.6
毛利率(%)	22.3	24.5	31.6	29.8	30.0
净利率(%)	7.1	9.2	15.5	14.7	15.0
ROE(%)	10.2	18.7	35.3	28.6	26.0
ROIC(%)	22.7	32.3	44.7	52.5	36.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.0	68.0	69.6	58.2	58.3
净负债比率(%)	-23.8	-22.7	-7.0	-35.6	-21.4
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.6	1.6
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.07	2.42	7.06	7.97	9.77
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	0.82	2.61	10.62	0.62
每股净资产(最新摊薄)	10.54	12.57	19.41	27.24	36.86
<b>估值比率</b>					
P/E	83.9	37.0	12.7	11.2	9.2
P/B	8.5	7.1	4.6	3.3	2.4
EV/EBITDA	57.8	28.3	10.3	8.3	7.0

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