

阳光电源 (300274.SZ)

光储出货量保持高增，筹划分拆阳光新能源上市

买入

核心观点

公司2023年实现归母净利润93-103亿元，同比增长159-187%。阳光电源发布业绩预告，2023年实现营收710-760亿元，同比增长76%-89%，实现归母净利润93-103亿元，同比增长159-187%。对应Q4公司营收245.85-295.85亿元，同比增长36.3%-64%，环比增长38.2%-66.3%，Q4实现归母净利润20.77-30.77亿元，同比增长35.5%-100.7%，环比-27.6%至+7.2%。

公司筹划分拆控股子公司阳光新能源境内上市。阳光新能源主要从事新能源电站的系统研发、项目开发以及系统解决方案销售业务，2023年前三季度阳光新能源实现营收138亿元，实现净利润7.02亿元，净利率5.1%。此次分拆上市有利于优化阳光电源在新能源开发领域的布局，强化新能源电站开发业务的市场优势和技术优势。同时公司拟对阳光新能源增资10亿元，其中0.79亿元用于新增股本，9.21亿元用于资本公积，增资完成后，阳光新能源注册资本由14.2亿元提升至14.99亿元，公司持有阳光新能源股权比例由82%增加至82.94%，目前增资方案已通过公司董事会与临时股东大会审议。

公司发布2023年股权激励方案。公司此次股权激励对象共计518人，拟授予限制性股票共计1150万股，占公司总股本0.77%，此次股权激励授予价格为43.22元/股，此次股权激励产生管理费用共计4.27亿元，2024-2027年将分别摊销2.17/1.17/0.65/0.28亿元。公司2023年股权激励考核方案为2024年-2027年营业收入分别不低于724.7/885.7/1046.8/1207.8亿元或归母净利润分别不低于79/86.2/93.4/100.6亿元，目前股权激励方案已通过公司董事会与临时股东大会审议。

光储出货量保持高增，龙头企业市场份额保持稳固。我们估计公司2023年光伏逆变器出货120-140GW，同比增长56%-82%，其中Q4出货35.5-55.5GW，储能系统方面，我们估计2023年出货12-15GWh，同比增长56%-95%，其中Q4出货4-7GWh。展望2024年，我们预计公司光伏逆变器出货150-170GW，同比增长7%-42%，储能系统出货20-24GWh，同比增长33%-100%，在光储行业装机需求持续高增背景下，龙头企业市场份额保持稳固。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。我们基于公司现有业绩，考虑全球光储行业竞争格局变化以及市场价格变动情况，下调公司盈利预测，预计2023-2025年归母净利润97.76/88.48/95.94亿元（原预测23-25为99.18/100.34/117.41亿元，同比增速分别为172/-9.5%/8.4%，EPS分别为6.58/5.96/6.46元，对应估值为12.2/13.5/12.5倍。维持买入评级。

风险提示：原材料波动风险、行业竞争加剧风险、全球政策波动的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,137	40,257	73,625	82,782	90,887
(+/-%)	25.2%	66.8%	82.9%	12.4%	9.8%
净利润(百万元)	1583	3593	9776	8848	9594
(+/-%)	-19.0%	127.0%	172.1%	-9.5%	8.4%
每股收益(元)	1.07	2.42	6.58	5.96	6.46
EBIT Margin	8.5%	10.6%	16.0%	13.6%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	12.4%	20.3%	40.7%	28.6%	24.9%
市盈率 (PE)	75.5	33.3	12.2	13.5	12.5
EV/EBITDA	61.9	34.8	12.7	13.6	12.6
市净率 (PB)	7.16	6.06	4.13	3.30	2.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980520080009

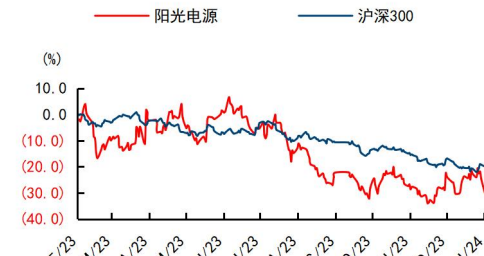
联系人：徐文辉

021-60375426
xuwenhui@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	80.48元
总市值/流通市值	119525/90640百万元
52周最高价/最低价	135.00/75.70元
近3个月日均成交额	1509.61百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

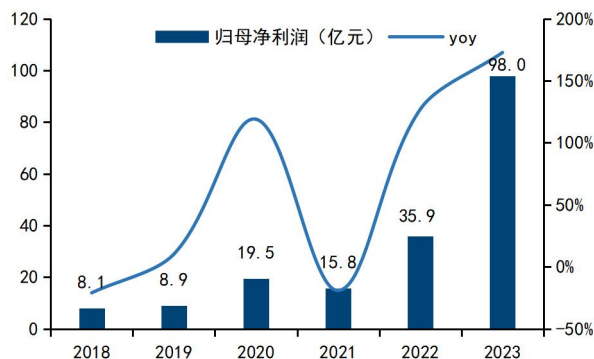
相关研究报告

- 《阳光电源(300274.SZ)-光储出货保持高增，业绩表现亮眼》——2023-11-05
- 《阳光电源(300274.SZ)-2023年半年报预告点评-光储业务保持高增，二季度盈利能力显著提升》——2023-08-10
- 《阳光电源(300274.SZ)-光储业务持续领先，新能源行业平台化龙头多点并进》——2023-05-06
- 《阳光电源(300274.SZ)-逆变器全球引领者，深耕储能赛道迎来收获期》——2023-03-28

公司 2023 年实现归母净利润 93-103 亿元，同比增长 159-187%。阳光电源发布业绩预告，2023 年实现营收 710-760 亿元，同比增长 76%-89%，实现归母净利润 93-103 亿元，同比增长 159-187%。对应 Q4 公司营收 245.85-295.85 亿元，同比增长 36.3%-64%，环比增长 38.2%-66.3%，Q4 实现归母净利润 20.77-30.77 亿元，同比增长 35.5%-100.7%，环比-27.6%至+7.2%。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)

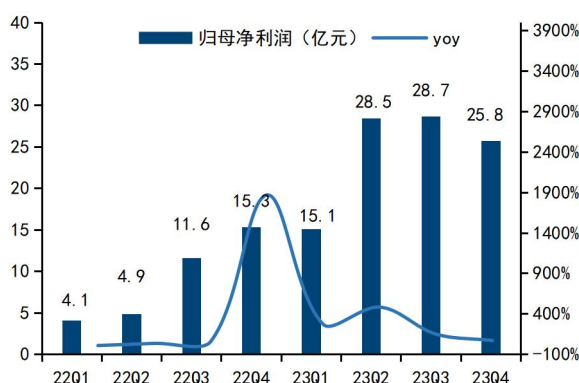

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 注: 2023 年业绩取预告中值。

图2: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 注: 23 年 Q4 业绩取预告中值。

图3: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)

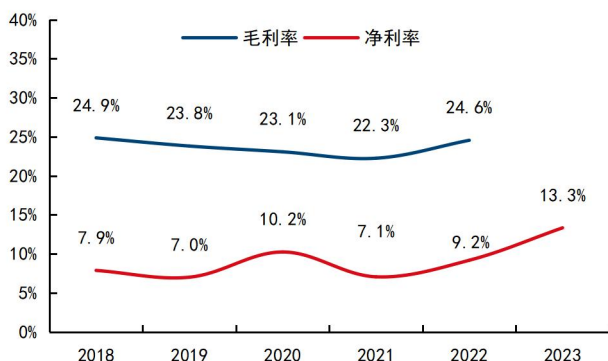

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 注: 2023 年业绩取预告中值。

图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理; 注: 23 年 Q4 业绩取预告中值。

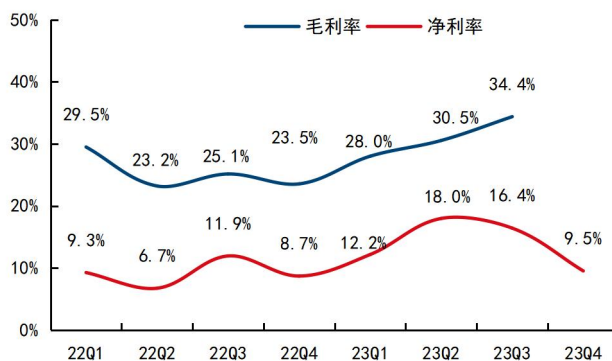
盈利能力来看，公司 2023 年净利率约 13.3%，同比+4.1pct。Q4 净利率约 9.5%，同比+0.8pct，环比-6.9pct。

图5：公司年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：2023 年业绩取预告中值。

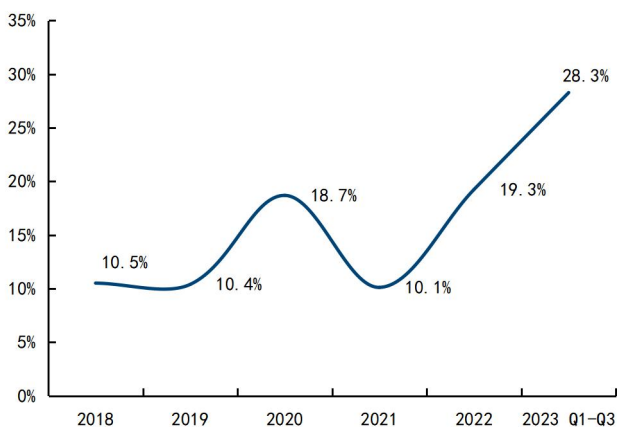
图6：公司单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：23 年 Q4 业绩取预告中值。

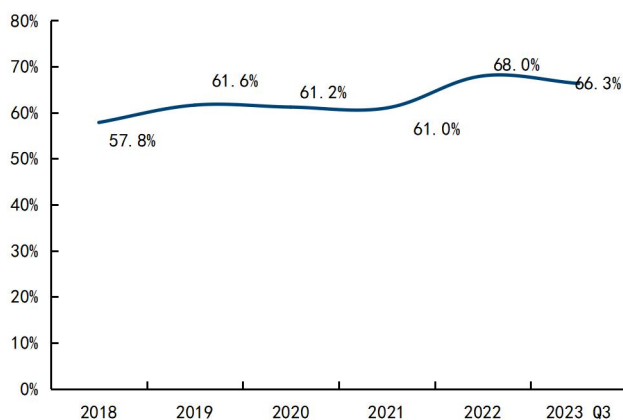
2021 年以来公司净资产收益率 (ROE) 稳步增长, 2023 年前三季度公司 ROE 为 28.3%。偿债能力方面, 公司整体资产负债率较为稳定, 截至 2023Q3, 公司资产负债率为 66.3%。

图7：公司年度净资产收益率 (ROE)（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司年度资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司筹划分拆控股子公司阳光新能源境内上市。阳光新能源主要从事新能源电站的系统研发、项目开发以及系统解决方案销售业务，2023 年前三季度阳光新能源实现营收 138 亿元，实现净利润 7.02 亿元，净利率 5.1%。此次分拆上市有利于优化阳光电源在新能源开发领域的布局，强化新能源电站开发业务的市场优势和技术优势。同时公司拟对阳光新能源增资 10 亿元，其中 7893 万元用于新增股本，9.21 亿元用于资本公积，增资完成后，阳光新能源注册资本由 14.2 亿元提升至 14.99 亿元，公司持有阳光新能源股权比例由 82%增加至 82.94%，目前增资方案已通过公司董事会与临时股东大会审议。

表1: 阳光新能源此次增资扩股后股权变动情况 (2023 年 12 月)

股东名称	增资金额 (亿元)	增加股本 (亿元)	增加资本公积 (亿元)	增资前持股比例	增资后持股比例
阳光电源	10	0.79	9.21	82.00%	82.94%
曹仁贤	-	-	-	3.08%	2.92%
张许成	-	-	-	2.04%	1.93%
顾亦磊	-	-	-	0.63%	0.6%
月阳合伙 (阳光电源员工持股平台)	-	-	-	1.62%	1.53%
浩阳合伙 (阳光电源员工持股平台)	-	-	-	1.98%	1.87%
风阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	-	-	-	2.70%	2.55%
星阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	-	-	-	3.02%	2.86%
泓阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	-	-	-	2.95%	2.79%
合计	10	0.79	9.21	100%	100%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理, 注: 增资完成后阳光新能源注册资本由 14.2 亿元增至 14.99 亿元, 阳光电源持有阳光新能源股权比例由 82% 提升至 82.94%。

阳光新能源曾于 2020 年 12 月进行首次增资扩股实施股权激励, 共计出资 5.68 亿元, 其中 2.47 亿元用于新增股本, 3.21 亿元用于资本公积。完成后阳光新能源注册资本由 8.26 亿元增至 10.73 亿元, 阳光电源持有阳光新能源股权比例由 100% 降至 77%。

表2: 阳光新能源首次增资扩股实施股权激励 (2020 年 12 月)

股东名称	增资金额 (亿元)	增加股本 (亿元)	增加资本公积 (亿元)	增资前持股比例	增资后持股比例
阳光电源	0	0	0	100%	77.00%
曹仁贤	1.01	0.44	0.57	-	4.08%
张许成	0.67	0.29	0.38	-	2.70%
顾亦磊	0.115	0.05	0.06	-	0.47%
月阳合伙 (阳光电源员工持股平台)	0.53	0.23	0.30	-	2.14%
浩阳合伙 (阳光电源员工持股平台)	0.53	0.23	0.30	-	2.15%
风阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	0.88	0.38	0.50	-	3.57%
星阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	0.99	0.43	0.56	-	3.99%
泓阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	0.96	0.42	0.54	-	3.90%
合计	5.68	2.47	3.21	100%	100%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理, 注: 增资完成后阳光新能源注册资本由 8.26 亿元增至 10.73 亿元, 阳光电源持有阳光新能源股权比例由 100% 降至 77%。

2021 年 12 月, 阳光电源以债转股方式增资阳光新能源, 同时阳光新能源增资扩股实施股权激励, 此次增资共计 20.04 亿元, 其中 3.48 亿元用于增加股本, 16.56 亿元用于增加资本公积。此次增资完成后, 阳光电源注册资本由 10.73 亿元增加值 14.2 亿元, 阳光电源持股比例由 77% 增加至 82%。

表3: 阳光新能源第二次增资扩股 (2021年12月)

股东名称	增资金额 (亿元)	增加股本 (亿元)	增加资本公积 (亿元)	增资前持股比例	增资后持股比例
阳光电源	19.71	3.39	16.33	77.00%	82.00%
曹仁贤	0	0	0	4.08%	3.08%
张许成	0	0	0	2.7%	2.04%
顾亦磊	0.144	0.04	0.1	0.47%	0.63%
月阳合伙 (阳光电源员工持股平台)	0	0	0	2.14%	1.62%
浩阳合伙 (阳光电源员工持股平台)	0.18	0.05	0.13	2.15%	1.98%
风阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	0	0	0	3.57%	2.70%
星阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	0	0	0	3.99%	3.02%
泓阳合伙 (阳光新能源员工持股平台)	0	0	0	3.90%	2.95%
合计	20.04	3.48	16.56	100%	100%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理, 注: 增资完成后阳光新能源注册资本由 10.73 亿元增至 14.2 亿元, 阳光电源持有阳光新能源股权比例由 77% 增加至 82%。

公司发布 2023 年股权激励方案。公司此次股权激励对象共计 518 人, 拟授予限制性股票共计 1150 万股, 占公司总股本 0.77%, 此次股权激励授予价格为 43.22 元/股, 此次股权激励产生管理费用共计 4.27 亿元, 2024-2027 年将分别摊销 2.17/1.17/0.65/0.28 亿元。公司股权激励考核方案为 2024 年-2027 年营业收入分别不低于 724.7/885.7/1046.8/1207.8 亿元或归母净利润分别不低于 79/86.2/93.4/100.6 亿元, 目前股权激励方案已通过公司董事会与临时股东大会审议。

表4: 阳光电源股权激励方案业绩考核内容 (满足收入或归母净利润其中之一即可)

	2022 (业绩基准)	2024	2025	2026	2027
营业收入 (亿元)	402.6	724.7	885.7	1046.8	1207.8
营业收入增长率 (%)		≥80%	≥120%	≥160%	≥200%
归母净利润 (亿元)	35.93	79	86.2	93.4	100.6
归母净利润增长率 (%)		≥120%	≥140%	≥160%	≥180%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

光储出货量保持高增, 龙头企业市场份额保持稳固。我们估计公司 2023 年光伏逆变器出货 120-140GW, 同比增长 56%-82%, 其中 Q4 出货 35.5-55.5GW, 储能系统方面, 我们估计 2023 年出货 12-15GWh, 同比增长 56%-95%, 其中 Q4 出货 4-7GWh。展望 2024 年, 我们预计公司光伏逆变器出货 150-170GW, 同比增长 7%-42%, 储能系统出货 20-24GWh, 同比增长 33%-100%, 在光储行业装机需求持续高增背景下, 龙头企业市场份额保持稳固。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。我们基于公司现有业绩, 考虑全球光储行业竞争格局变化以及市场价格变动情况, 下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 97.76/88.48/95.94 亿元 (原预测 23-25 为 99.18/100.34/117.41 亿元), 同比增速分别为 172/-9.5%/8.4%, EPS 分别为 6.58/5.96/6.46 元, 对应估值为 12.2/13.5/12.5 倍。维持买入评级。

表 3：可比公司估值表（2024 年 1 月 29 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300274.SZ	阳光电源	80.48	1195	6.6	6.0	6.5	12.2	13.5	12.5	买入	
603063.SH	禾望电气	22.01	97.55	1.2	1.4	1.7	18.7	15.7	12.6	增持	
300827.SZ	上能电气	24.35	87.18	1.1	1.9	2.6	21.4	13.2	9.4	买入	
688390.SH	固德威	102.66	177.5	6.4	7.8	9.2	16.1	13.1	11.2	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7790	11667	8622	15149	20175	营业收入	24137	40257	73625	82782	90887
应收款项	9532	14891	18154	20412	22410	营业成本	18765	30376	53509	62076	68098
存货净额	10768	19060	24205	27216	29881	营业税金及附加	82	143	261	293	322
其他流动资产	2680	3211	2675	3104	3405	销售费用	1583	3169	4819	5388	6051
流动资产合计	36307	51994	56207	68600	78711	管理费用	491	612	867	1050	1147
固定资产	4670	5732	5337	4896	4449	研发费用	1161	1692	2419	2804	3171
无形资产及其他	174	340	304	267	230	财务费用	283	(477)	(159)	(182)	(65)
投资性房地产	1573	3332	3681	4139	2727	投资收益	355	40	(30)	0	0
长期股权投资	115	228	228	228	228	资产减值及公允价值变动	(481)	(831)	(800)	(750)	(550)
资产总计	42840	61626	65757	78131	86345	其他收入	734	1021	1057	1007	807
短期借款及交易性金融负债	1730	2232	100	100	100	营业利润	1898	4141	11336	10860	11869
应付款项	17765	25926	26115	30318	29586	营业外净收支	(5)	(7)	0	0	0
其他流动负债	2299	3522	2929	3393	3732	利润总额	1893	4134	11336	10860	11869
流动负债合计	23507	35469	31354	36295	36145	所得税费用	189	439	1440	1551	1815
长期借款及应付债券	1891	4162	4242	4322	4402	少数股东损益	121	102	120	460	460
其他长期负债	738	2259	1247	1247	1247	归属于母公司净利润	1583	3593	9776	8848	9594
长期负债合计	2629	6421	5489	5569	5649	现金流量表 (百万元)					
负债合计	26136	41889	36842	41863	41793	净利润	1583	3593	9776	8848	9594
少数股东权益	1049	1071	1191	1651	2111	资产减值准备	66	(82)	0	(50)	(50)
股东权益	15655	18666	27724	34617	42441	折旧摊销	298	370	552	597	604
负债和股东权益总计	42840	61626	65757	78131	86345	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	283	(477)	(159)	(182)	(65)
每股收益	1.07	2.42	6.58	5.96	6.46	营运资本变动	(2396)	(2673)	(9241)	(926)	(5234)
每股红利	0.11	0.48	1.32	1.19	1.29	其它	(1189)	2	(1021)	328	445
每股净资产	11.25	13.29	19.47	24.42	30.00	经营活动现金流	(1639)	1210	67	8797	5358
ROIC	14%	20%	41%	35%	36%	资本开支	(1666)	(1527)	(120)	(120)	(120)
ROE	12%	20%	41%	29%	25%	其它投资现金流	(2048)	1872	(380)	(458)	1412
毛利率	22%	25%	27%	25%	25%	投资活动现金流	(3713)	346	(500)	(578)	1292
EBIT Margin	9%	11%	16%	14%	13%	权益性融资	3820	(419)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	17%	14%	14%	负债净变化	1845	1852	(2052)	80	80
收入增长	25%	67%	83%	12%	10%	支付股利、利息	(204)	(163)	(719)	(1955)	(1770)
净利润增长率	-19%	127%	172%	-9%	8%	其它融资现金流	(283)	477	159	182	65
资产负债率	61%	68%	56%	54%	48%	融资活动现金流	5179	1747	(2611)	(1693)	(1625)
息率	4.6%	0.1%	0.6%	1.6%	1.5%	现金净变动	(173)	3303	(3044)	6526	5026
P/E	75.52	33.26	12.23	13.51	12.46	货币资金的期初余额	7417	7790	11667	8622	15149
P/B	7.16	6.06	4.13	3.30	2.68	货币资金的期末余额	7790	11667	8622	15149	20175
EV/EBITDA	61.94	34.83	12.65	13.65	12.64	企业自由现金流	(1915)	(17)	1499	9175	5545
						权益自由现金流	(324)	2261	(414)	9411	5680

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032