

23 年年报&24 年一季报点评：盈利能力明显增强

核心观点：

- 事件：**4月22日公司发布23年年度及24年一季报。2023年实现收入722.51亿，同比+79.5%，归母净利润94.4亿，同比+162.7%，扣非净利润92.16亿，同比+172.2%，EPS 6.36元。23Q4/24Q1实现营收258.4亿/126.1亿，同/环比分别+43.3%/+45.2%、+0.3%/-51.2%，归母净利润22.2亿/21.0亿，同/环比+44.6%/+22.7%、+39.1%/-5.4%，扣非净利润21.4亿/20.8亿，同/环比+44.3%/-23.3%、+42.8%/-6.0%。业绩高增符合预期。
- 逆变器+电站+储能业务量利齐升贡献最大。**我们测算23年光伏逆变器/电站/储能营收占比为35%/34%/25%，同比增速63%/113%/76%直接拉动业绩高增。23年分业务看，公司逆变器出货130GW同增69%，运费、原材料降低及高位汇率对冲售价微降，毛利率提升6pcts至39%；储能出货10.5GW，主推出海兼顾国内，海外尤其北美高价市场进展顺利，毛利率提升14.3pcts至38%；下半年电站放量同时受益于组件、建设等成本下降，毛利率提升5pcts至16%。24Q1延续强劲盈利，尽管淡季收入增幅不大，但单季度整体毛利率持续提升至36.7%，同/环比+8.7pcts/+8.0pcts，创历史新高。结合24Q1末合同负债81.8亿创历史新高，同/环比+109%/+25%，公司在手订单充裕，预计逆变器/储能出货约160GW/20+GW，业绩支撑强有望再创佳绩。
- 规模效应显现，市场+研发持续发力。**受益于业务规模持续放量，23年公司四费率下降0.6pcts至11.8%。季度看：公司持续加大市场投入，24Q1销售费率同环比均+1.8pcts至8.9%，已形成全球营销、渠道及服务网络体系，在欧美、澳洲等渠道市场已建立明显先发优势。同时公司坚持技术创新，24Q1研发费率环比+2.5pcts至5.2%，公司直流2000V高压逆变器成功并网，去年发布全球首个10MWh全液冷储能系统PowerTitan2.0，技术加持下公司持续积累品牌势能。销售+研发拉动24Q1四费率环比提升5.8pcts至17%。
- 计提减值后盈利仍亮眼。**23年公司计提资产/信用减值损失13.0亿/7.3亿，其中23Q4计提9.2亿/5.2亿，主要来自越南电站不及预期，目前风险已充分体现，未来大额减值概率较低。整体看，23年销售净利率13.3%，同比+4.1pcts；24Q1销售净利率16.7%，同/环比+4.6pcts/+8.0pcts。
- 投资建议：**公司作为全球光伏逆变器龙头，光储业务齐发力，并且积极布局新能源汽车驱动系统、智能运维、氢能等领域。公司品牌优势明显，研发创新实力强，全球营销、渠道及服务网络布局领先且已形成规模优势。预计公司2024-2026年营收为974.27亿元、1,209.99亿元、1,421.14亿元，归母净利润为119.24亿元、144.16亿元、165.62亿元，EPS为8.03元、9.71元、11.15元，对应当前股价的PE为12.08倍、9.99倍、8.7倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**竞争加剧导致盈利下滑风险；海外政策环境恶化风险等。

阳光电源（300274.SZ）

推荐（维持评级）

分析师

周然

☎：(8610) 8092 7636

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

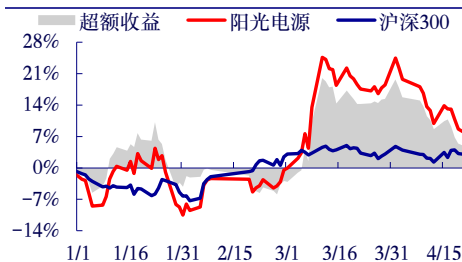
研究助理

段尚昌

☎：(8610) 8092 7687

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

公司股价表现



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

市场数据

市场数据	2024-4-22
收盘价	93.99
一年内最高价	126.30
一年内最低价	75.00
上证指数	3044.60
总股本(亿股)	14.85
实际流通股(亿股)	11.40
流通股市值(亿元)	1071.49

资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

1、【银河电新周然团队】公司点评-阳光电源(300274)2023 年年报业绩预告点评：营收超预期高增-0123

表：财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	72250.67	97426.98	120998.64	142113.77	流动资产	69283.89	109731.87	135682.71	161635.89
营业成本	50317.57	70595.94	88314.20	104623.47	现金	18030.62	23669.75	33374.47	46594.08
营业税金及附加	324.45	371.87	477.95	580.66	应收账款	21097.51	32389.38	39015.93	44855.91
营业费用	5166.84	7008.43	8960.89	10303.52	其它应收款	1408.87	2852.19	3141.25	3540.34
管理费用	873.17	1547.14	1741.39	2006.51	预付账款	542.85	1001.72	1106.37	1307.99
财务费用	20.60	49.28	4.79	-98.03	存货	21441.51	38296.01	46985.19	52333.15
资产减值损失	-1300.64	-13.36	-17.82	-23.76	其他	6762.53	11522.82	12059.50	13004.42
公允价值变动收益	36.19	0.00	0.00	0.00	非流动资产	13592.62	15311.00	16984.09	18704.36
投资净收益	96.56	113.91	151.59	172.10	长期投资	440.04	451.25	563.28	674.95
营业利润	11466.45	14475.61	17501.21	20106.49	固定资产	6438.18	7155.56	7817.41	8608.96
营业外收入	25.16	0.00	0.00	0.00	无形资产	732.42	933.57	1186.63	1468.72
营业外支出	31.65	0.00	0.00	0.00	其他	5981.98	6770.62	7416.77	7951.74
利润总额	11459.96	14475.61	17501.21	20106.49	资产总计	82876.51	125042.87	152666.79	180340.25
所得税	1851.22	2338.37	2827.12	3247.97	流动负债	45936.99	76272.14	90663.53	103134.64
净利润	9608.74	12137.24	14674.10	16858.52	应付账款	15571.14	30002.09	34629.88	39288.26
少数股东损益	169.18	213.70	258.36	296.82	其他	27572.83	42591.07	51636.53	58457.61
归属母公司净利润	9439.56	11923.55	14415.74	16561.70	非流动负债	7485.02	8487.83	8487.83	8487.83
EBITDA	12138.82	15290.32	18375.85	21020.57	长期借款	4179.70	4179.70	4179.70	4179.70
EPS（元）	6.36	8.03	9.71	11.15	其他	3305.32	4308.13	4308.13	4308.13
					负债合计	53422.01	84759.97	99151.37	111622.47
					归属母公司股东权益	27705.22	38319.93	51294.09	66199.62
					负债和股东权益	82876.51	125042.87	152666.79	180340.25
现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率（%）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6981.84	7746.95	13197.15	16870.76	营业收入	79.47%	34.85%	24.19%	17.45%
净利润	9608.74	12137.24	14674.10	16858.52	营业利润	176.89%	26.24%	20.90%	14.89%
折旧摊销	677.92	765.43	869.84	1012.12	毛利率	30.36%	27.54%	27.01%	26.38%
财务费用	484.68	319.74	359.84	402.58	净利率	13.07%	12.24%	11.91%	11.65%
投资损失	-67.40	-113.91	-151.59	-172.10	ROE	34.07%	31.12%	28.10%	25.02%
营运资金变动	-4681.54	-5218.64	-2572.85	-1254.11	ROIC	25.23%	24.52%	23.07%	21.02%
其它	959.44	-142.91	17.82	23.76	资产负债率	64.46%	67.78%	64.95%	61.90%
投资活动现金流	-3821.16	-2227.21	-2409.15	-2584.04	净负债比率	-31.89%	-35.46%	-43.49%	-51.66%
资本支出	-2742.65	-2321.18	-2448.71	-2644.48	流动比率	1.51	1.44	1.50	1.57
长期投资	-1178.12	-11.21	-112.03	-111.67	速动比率	0.96	0.86	0.91	0.99
其他	99.61	105.18	151.59	172.10	总资产周转率	1.00	0.94	0.87	0.85
筹资活动现金流	3279.51	133.59	-1083.28	-1067.11	P/E	15.26	12.08	9.99	8.70
现金净增加额	6464.93	5639.13	9704.72	13219.61	P/B	5.20	3.76	2.81	2.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn