

300274.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 95.20

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.5	(7.5)	6.7	(7.9)
相对深圳成指	13.1	(4.3)	0.2	10.3

发行股数 (百万)	1,485.15
流通股 (百万)	1,139.93
总市值 (人民币 百万)	141,386.37
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,945.10
主要股东	
曹仁贤	30.37

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2024年4月24日收市价为标准

相关研究报告

- 《阳光电源》20231106
- 《阳光电源》20230827
- 《阳光电源》20230427

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

电力设备: 光伏设备

证券分析师: 武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523070001

证券分析师: 许怡然

yiran.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524030001

阳光电源

盈利持续较快增长, 24Q1 业绩亮眼

公司发布2023年年报与2024年一季报, 业绩分别同比增长163%/39%, 公司业绩持续向好, 盈利能力亮眼; 维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- **2023年/2024Q1 业绩分别同比增长163%/39%**: 公司发布2023年年报, 实现收入722.51亿元, 同比增长79.47%; 实现归母净利润94.40亿元, 同比增加162.69%, 扣非净利润92.16亿元, 同比增加172.18%, 符合此前业绩预告的预期。
- **逆变器板块量利齐增**: 2023年全球光伏行业蓬勃发展, 公司光伏逆变器全球发货量达到130GW, 同比增长68.83%, 带动板块销售收入同比增长60.97%至276.53亿元; 尽管公司产品单价同比略降4.65%至0.21元/W, 但伴随产品的降本增效, 板块毛利率仍同比增长5.51个百分点至37.93%。
- **储能系统盈利能力显著提升**: 2023年储能系统板块实现销量10.50GWh, 同比增长36.36%, 板块销售收入同比提升75.79%至178.02亿元; 产品单位价格同比提升28.91%至1.70元/Wh, 毛利率也随之同比增长14.23个百分点至37.47%。我们认为, 公司储能产品的单价与盈利能力显著上行, 主要是公司作为头部储能系统供应商, 主动聚焦高端市场的结果。
- **新能源开发业务迎来修复**: 受益于上游光伏组件价格的下行, 公司新能源投资开发业务迎来快速修复。2023年, 伴随成本下行刺激装机需求释放, 公司新能源投资开发业务实现销售收入247.34亿元, 同比增长113.15%; 同时板块毛利率也回升至16.36%, 同比增长4.60个百分点。
- **凭借龙头优势与全球化布局, 公司2024Q1持续较快增长**: 公司同时披露2024年第一季度报告, 2024Q1实现归母净利润20.96亿元, 同比增加39.05%; 实现扣非归母净利润20.83亿元, 同比增加42.84%。我们认为, 公司在去年高基数导致增长承压的背景下, 仍然保持了较高的业绩增速, 主要是受益于公司龙头地位带来的品牌优势和多元化的业务布局。

估值

- 在当前股本下, 结合公司年报与行业增速趋于平稳的情况, 我们将公司2024-2026年预测每股收益调整至7.00/8.15/9.41元(原2024-2026年预测为7.80/9.63/-元), 对应市盈率13.6/11.7/10.1倍; 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 海外贸易壁垒风险; 光伏政策不达预期; 价格竞争超预期; 储能行业需求不达预期; 原材料涨价超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	40,257	72,251	86,378	106,687	123,511
增长率(%)	66.8	79.5	19.6	23.5	15.8
EBITDA(人民币 百万)	3,902	12,062	13,736	15,913	18,221
归母净利润(人民币 百万)	3,593	9,440	10,397	12,107	13,981
增长率(%)	127.0	162.7	10.1	16.4	15.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.42	6.36	7.00	8.15	9.41
原先预测摊薄每股收益(人民币)			7.80	9.63	-
调整幅度 (%)			(10.2)	(15.3)	-
市盈率(倍)	39.3	15.0	13.6	11.7	10.1
市净率(倍)	7.6	5.1	3.9	3.0	2.4
EV/EBITDA(倍)	42.3	10.4	9.3	7.6	5.9
每股股息 (人民币)	0.2	1.0	1.1	0.8	0.9
股息率(%)	0.2	1.1	1.1	0.9	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 模型历史数据采用未重述口径, 其余部分历史数据均采用重述口径

图表 1.年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	同比(%)
营业收入	40,257.24	72,250.67	79.47
营业成本	30,375.81	50,317.57	65.65
毛利润	9,881.43	21,933.10	121.96
营业税金及附加	142.61	324.45	127.51
管理费用	612.31	873.17	42.60
销售费用	3,169.26	5,166.84	63.03
营业利润	4,141.14	11,466.45	176.89
资产减值	374.66	1,300.64	247.15
财务费用	(477.24)	20.60	/
投资收益	40.34	96.56	139.37
营业外收入	9.16	25.16	174.67
营业外支出	16.34	31.65	93.70
利润总额	4,133.96	11,459.96	177.22
所得税	438.39	1,851.22	322.28
少数股东损益	102.13	169.18	65.65
归属于母公司的净利润	3,593.45	9,439.56	162.69
基本每股收益(元)	2.42	6.36	162.81
毛利率(%)	24.55	30.36	5.81 个百分点
净利率(%)	9.18	13.30	4.12 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 2.一季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2023 年 1-3 月	2024 年 1-3 月	同比(%)
营业收入	12,580.35	12,613.59	0.26
营业成本	9,057.71	7,988.10	(11.81)
毛利润	3,522.64	4,625.49	31.31
营业税金及附加	42.12	82.58	96.07
管理费用	189.39	226.54	19.61
销售费用	899.41	1,118.38	24.35
营业利润	1,775.06	2,493.92	40.50
资产减值	(63.40)	(116.06)	/
财务费用	110.77	125.41	13.22
投资收益	18.36	74.03	303.23
营业外收入	15.76	6.46	(59.01)
营业外支出	4.24	5.65	33.31
利润总额	1,786.58	2,494.73	39.64
所得税	257.35	387.02	50.39
少数股东损益	21.58	11.39	(47.25)
归属于母公司的净利润	1,507.65	2,096.32	39.05
基本每股收益(元)	1.02	1.41	38.24
毛利率(%)	28.00	36.67	8.67 个百分点
净利率(%)	12.16	16.71	4.55 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	40,257	72,251	86,378	106,687	123,511
营业收入	40,257	72,251	86,378	106,687	123,511
营业成本	30,376	50,318	62,355	78,314	91,143
营业税金及附加	143	324	389	480	556
销售费用	3,169	5,167	6,133	7,521	8,646
管理费用	612	873	1,037	1,280	1,482
研发费用	1,692	2,447	2,894	3,574	4,076
财务费用	(477)	21	107	(27)	(217)
其他收益	221	266	250	250	250
资产减值损失	(375)	(1,301)	(500)	(500)	(500)
信用减值损失	(456)	(728)	(700)	(700)	(700)
资产处置收益	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(30)	36	50	50	50
投资收益	40	97	100	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,141	11,466	12,658	14,739	17,020
营业外收入	9	25	25	25	25
营业外支出	16	32	30	30	30
利润总额	4,134	11,460	12,653	14,734	17,015
所得税	439	1,851	2,044	2,380	2,749
净利润	3,695	9,609	10,609	12,354	14,267
少数股东损益	102	169	212	247	285
归母净利润	3,593	9,440	10,397	12,107	13,981
EBITDA	3,902	12,062	13,736	15,913	18,221
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.42	6.36	7.00	8.15	9.41

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	51,994	69,284	85,817	109,091	124,564
货币资金	11,667	18,031	25,913	32,006	43,592
应收账款	13,804	21,098	20,628	30,908	28,755
应收票据	1,087	694	1,435	1,194	1,850
存货	19,060	21,442	28,749	34,287	39,076
预付账款	383	543	604	836	840
合同资产	1,292	2,009	2,081	3,055	2,922
其他流动资产	4,702	5,469	6,406	6,803	7,528
非流动资产	9,632	13,593	13,629	14,220	14,201
长期投资	532	940	940	940	940
固定资产	4,544	6,438	8,486	9,226	9,515
无形资产	340	732	712	692	672
其他长期资产	4,217	5,482	3,491	3,362	3,074
资产合计	61,626	82,877	99,446	123,310	138,765
流动负债	35,469	45,937	54,351	66,810	69,527
短期借款	1,422	2,793	2,970	1,214	0
应付账款	13,424	15,571	20,360	24,767	27,753
其他流动负债	20,623	27,573	31,020	40,829	41,774
非流动负债	6,421	7,485	6,782	7,044	6,913
长期借款	4,162	4,180	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	2,259	3,305	2,782	3,044	2,913
负债合计	41,889	53,422	61,133	73,854	76,440
股本	1,485	1,485	1,485	1,485	1,485
少数股东权益	1,071	1,749	1,961	2,209	2,494
归属母公司股东权益	18,666	27,705	36,351	47,248	59,831
负债和股东权益合计	61,626	82,877	99,446	123,310	138,765

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,695	9,609	10,609	12,354	14,267
折旧摊销	468	969	1,365	1,596	1,813
营运资金变动	(2,748)	(1,726)	(364)	(2,915)	93
其他	(205)	(1,870)	(3)	(77)	(297)
经营活动现金流	1,210	6,982	11,608	10,958	15,876
资本支出	(1,527)	(2,741)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资变动	1,968	(1,005)	0	0	0
其他	(96)	(75)	82	102	92
投资活动现金流	346	(3,821)	(1,918)	(1,898)	(1,908)
银行借款	2,168	1,389	(2)	(1,756)	(1,214)
股权融资	(1,651)	1,487	(1,751)	(1,211)	(1,398)
其他	1,230	403	(54)	1	230
筹资活动现金流	1,747	3,280	(1,807)	(2,967)	(2,382)
净现金流	3,303	6,440	7,883	6,093	11,586

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	66.8	79.5	19.6	23.5	15.8
营业利润增长率(%)	118.2	176.9	10.4	16.4	15.5
归属于母公司净利润增长率(%)	127.0	162.7	10.1	16.4	15.5
息税前利润增长率(%)	118.4	223.0	11.5	15.7	14.6
息税折旧前利润增长率(%)	103.2	209.1	13.9	15.8	14.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	127.0	162.7	10.1	16.4	15.5
获利能力					
息税前利润率(%)	8.5	15.4	14.3	13.4	13.3
营业利润率(%)	10.3	15.9	14.7	13.8	13.8
毛利率(%)	24.5	30.4	27.8	26.6	26.2
归母净利润率(%)	8.9	13.1	12.0	11.3	11.3
ROE(%)	19.3	34.1	28.6	25.6	23.4
ROIC(%)	16.4	37.9	41.7	42.4	48.7
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	3.6	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	3.5	5.0	4.8	4.7	4.7
费用率					
销售费用率(%)	7.9	7.2	7.1	7.1	7.0
管理费用率(%)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
研发费用率(%)	4.2	3.4	3.4	3.4	3.3
财务费用率(%)	(1.2)	0.0	0.1	(0.0)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.4	6.4	7.0	8.2	9.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	4.7	7.8	7.4	10.7
每股净资产(最新摊薄)	12.6	18.7	24.5	31.8	40.3
每股股息	0.2	1.0	1.1	0.8	0.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	39.3	15.0	13.6	11.7	10.1
P/B(最新摊薄)	7.6	5.1	3.9	3.0	2.4
EV/EBITDA	42.3	10.4	9.3	7.6	5.9
价格/现金流(倍)	116.8	20.3	12.2	12.9	8.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371