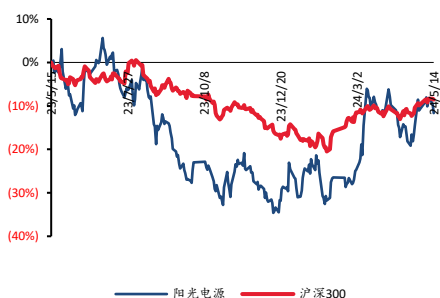


阳光电源 2023 年报及 2024 一季报点评：业绩稳健增长，龙头地位稳固

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	14.85/14.85
总市值/流通(亿元)	1,525.1/1,525.1
12个月内最高/最低价(元)	126.3/75

相关研究报告

<<光储龙头强势向上，打造风光储电氢“全能”集成商>>—2022-08-27
<<阳光电源(300274)年报及一季报点评——光伏逆变器依旧领先，储能风电业务高速增长>>—2021-04-29
<<阳光电源(300274)年报点评——光伏逆变器继续领跑，储能业务飞速增长>>—2019-04-02

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：刘淞

电话：

E-MAIL: liusong@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523030002

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

2023 年，公司实现收入 722.5 亿，同比+79.5%；归母净利润 94.4 亿，同比+162.7%；扣非净利润 92.2 亿，同比+172.2%。毛利率 30.36%，同比+5.8pct；期间费用率 13.21%，同比+0.8pct；净利率 13.3%，同比+4.1pct。

对应 2023Q4，公司实现收入 258.4 亿，同比+43.3%；归母净利润 22.2 亿，同比+44.6%；扣非净利润 21.4 亿，同比+44.3%。毛利率 28.6%，同比+5.1pct；期间费用率 13.03%，同比+1.3pct；净利率 8.8%，同比+0.1pct。

2024Q1，公司实现收入 126.1 亿，同比+0.26%；归母净利润 21 亿，同比+39.1%；扣非净利润 20.8 亿，同比+42.8%。毛利率 36.7%，同比+8.7pct；期间费用率 11.93%，同比-1pct；净利率 16.7%，同比+4.6pct。

逆变器出货增速迅猛，大组串、2000V 系统创新有望持续巩固龙头地位：

2023 年逆变器收入 276.5 亿，同比+61%。全年光伏逆变器发货量 130GW，相较于 2022 年出货 77GW 同比增长 68.8%，龙头地位继续稳固。全年毛利率 37.9%，同比+5.5pct，主要系公司品牌溢价、产品创新、规模效应及运费下降、汇兑收益的影响所致。

公司持续推动研发创新，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深入应用，其中 1+X 模块化逆变器截止 2023 年 12 月底累计全球签单量已经超过 45GW。直流 2000V 高压逆变器在陕西榆林“孟家湾光伏项目”成功并网发电。

储能系统出货量持续领先，公司有望持续受益海外高价值市场弹性：

2023 年公司储能系统收入 178 亿，同比+75.8%。全球发货 10.5GWh，发货量连续八年中国企业第一。全年毛利率 37.47%，同比大幅提升 14.2pct，我们预计与公司海外出货占比提升、规模效应、降本增效等有关。报告期内，公司全球首个 10MWh 全液冷储能系统发布，工商业液冷储能系统登陆全球，面向海外大型地面应用场景，推出“三电融合”的 PowerTitan2.0 液冷储能系统，受益行业继续扩张及公司龙头实力，预计 2024 年公司储能系统出货有望继续保持高增。

新能源电站开发业务高增：

2023 年公司新能源电站开发业务实现收入 247 亿，同比+113%。深耕家庭光伏、工商业光伏、储能电站、集中式光伏及风电电站开发领域，创新探索多能互补、产业协同的绿色生态开发新模式，其中阳光家庭光伏年装机量增长 200%。

盈利预测与估值：公司作为全球光储行业龙头，国内市场沉淀深厚，海外逆变器+储能业务优势明显，有望充分受益行业需求持续增长。规模优势和产品创新带来成本溢价是公司长期护城河。预计公司 2024-2026 年收入为 873.2/1061.6/1226.2 亿元，同比+14.5%/15.9%/11.9%；归母净利

润为 108.1/125.3/140.3 亿元，同比+14.5%/15.9%/11.9%，当前股价对应 PE 分别为 15/13/11 倍，给予公司“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	72,251	87,319	106,158	122,620
营业收入增长率(%)	79.47%	20.86%	21.57%	15.51%
归母净利（百万元）	9,440	10,809	12,532	14,025
净利润增长率(%)	162.69%	14.51%	15.93%	11.92%
摊薄每股收益（元）	6.36	7.28	8.44	9.44
市盈率（PE）	13.77	14.66	12.65	11.30

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,667	18,031	37,405	50,264	64,657
应收和预付款项	15,274	22,334	0	0	0
存货	19,060	21,442	0	0	0
其他流动资产	5,993	7,478	3,287	3,287	3,287
流动资产合计	51,994	69,284	40,693	53,551	67,945
长期股权投资	228	440	440	440	440
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	4,544	6,438	6,438	6,438	6,438
在建工程	1,189	1,686	1,686	1,686	1,686
无形资产开发支出	340	732	732	732	732
长期待摊费用	99	89	89	89	89
其他非流动资产	55,228	73,491	45,065	57,923	72,317
资产总计	61,627	82,877	54,450	67,309	81,702
短期借款	1,422	2,793	2,793	2,793	2,793
应付和预收款项	25,926	28,486	0	0	0
长期借款	4,162	4,180	4,180	4,180	4,180
其他负债	10,379	17,963	6,881	6,881	6,881
负债合计	41,889	53,422	13,853	13,853	13,853
股本	1,485	1,485	1,485	1,485	1,485
资本公积	7,053	7,606	7,706	7,706	7,706
留存收益	10,680	19,795	30,590	43,121	57,147
归母公司股东权益	18,667	27,705	38,515	51,046	65,071
少数股东权益	1,071	1,749	2,082	2,409	2,777
股东权益合计	19,738	29,454	40,597	53,455	67,849
负债和股东权益	61,627	82,877	54,450	67,309	81,702

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,210	6,982	18,224	12,615	14,088
投资性现金流	346	-3,821	289	243	306
融资性现金流	1,747	3,280	876	0	0
现金增加额	3,242	6,465	19,375	12,858	14,394

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40,257	72,251	87,319	106,158	122,620
营业成本	30,376	50,318	63,817	78,271	91,011
营业税金及附加	143	324	349	434	506
销售费用	3,169	5,167	6,368	7,794	8,944
管理费用	612	873	1,266	1,467	1,687
财务费用	-477	21	0	0	0
资产减值损失	-375	-1,301	0	0	0
投资收益	40	97	302	248	312
公允价值变动	-30	36	0	0	0
营业利润	4,141	11,466	12,847	14,915	16,739
其他非经营损益	-7	-6	0	0	0
利润总额	4,134	11,460	12,847	14,915	16,739
所得税	438	1,851	1,705	2,057	2,345
净利润	3,696	9,609	11,142	12,858	14,394
少数股东损益	102	169	333	327	368
归母股东净利润	3,593	9,440	10,809	12,532	14,025

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	24.55%	30.36%	26.92%	26.27%	25.78%
销售净利率	8.93%	13.07%	12.38%	11.80%	11.44%
销售收入增长率	66.79%	79.47%	20.86%	21.57%	15.51%
EBIT 增长率	104.08%	212.72%	12.10%	16.09%	12.23%
净利润增长率	127.04%	162.69%	14.51%	15.93%	11.92%
ROE	19.25%	34.07%	28.07%	24.55%	21.55%
ROA	5.83%	11.39%	19.85%	18.62%	17.17%
ROIC	12.33%	25.23%	22.70%	20.76%	18.85%
EPS (X)	2.42	6.36	7.28	8.44	9.44
PE (X)	46.20	13.77	14.66	12.65	11.30
PB (X)	8.89	4.70	4.11	3.10	2.44
PS (X)	4.12	1.80	1.81	1.49	1.29
EV/EBITDA (X)	39.01	9.94	10.08	7.82	6.11

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。