



阳光电源 (300274.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力持续亮眼，下半年海外储能 订单确认有望加速

业绩简评

2024年8月23日，公司发布半年报，2024年上半年实现营收310亿元，同比增长8.4%；归母净利润49.6亿元，同比增长13.9%。其中2024实现营收184亿元，同比增长14.7%；归母净利润28.6亿元，环比增长36.6%，符合我们预期，略超市场预期。

经营分析

光储产品价格量增，盈利能力持续保持高位：逆变器收入131亿元，同比增长12.6%，毛利率37.6%，同比提升1.7pct。储能系统收入78亿元，同比下降8.3%，毛利率40.08%，同比提升12.6pct，我们判断逆变器/储能收入同比增速放缓/同比下降主要是因为原材料价格下跌带动产品单价下滑所致。上半年公司根据最新会计准则将保证类质保费用计入营业成本，复原后预计上半年逆变器、储能系统毛利率约40%、43%左右，延续去年高盈利状态。

存货及合同负债环比高增，有望支持公司业务兑现高增长：截至2024Q2末存货281亿元，较年初增加67亿元，其中原材料/在产品/库存商品/合同履约成本分别为56/84/98/120亿元，分别较年初增加15/27/15/34亿元（环比+36%/+47%/+18%/+41%），主要系公司各业务增长、备货增加所致。合同负债90亿元，较年初增加25亿元，其中78亿元为预收货款，较年初增加31亿元（环比+68%），显示出公司在手订单充沛，有望支持公司业务兑现高增长。

经营现金流因采购及税费支出增加导致同比下滑：经营活动现金流净额-21亿元，同比下降74亿元，主要是因为公司上半年商品、接受劳务支付的现金及支付的各项税费增加较多。

海外储能订单加速释放，非美地区占比提升明显：根据我们统计，2023-2024年累计公布的海外储能订单规模高达17.7GWh，其中订单规模较大的地区分别为中东、澳大利亚、欧洲，分别占比为49%、22%、19%，随着海外新兴市场大储需求逐步放量，公司对美出货占比显著下降，进一步提升公司综合竞争力和抗风险能力。

盈利预测、估值与评级

根据公司半年报及我们对行业最新判断，微调2024-2026年归母净利润预测至123、150、180亿元，对应PE为11、9、8倍，维持“买入”评级和重点推荐。

风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

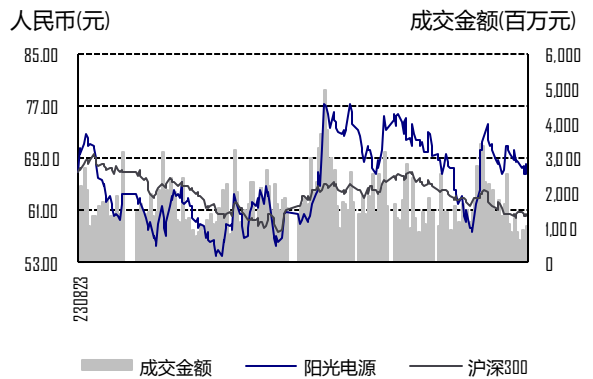
分析师：宇文甸（执业S1130522010005）

yuwendian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：68.12元

相关报告：

- 《阳光电源公司点评：Q1业绩超预期·海外储能业务多点开花》·2024.4.23
- 《阳光电源公司点评：量利逆势提升·尽显龙头优势》·2023.10.29
- 《阳光电源公司点评：逆变器、储能业务量利齐升·经营现金流大幅增...》·2023.8.24



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257	72,251	91,129	111,364	135,648
营业收入增长率	66.79%	79.47%	26.13%	22.21%	21.81%
归母净利润(百万元)	3,593	9,440	12,340	15,032	18,004
归母净利润增长率	127.04%	162.69%	30.72%	21.81%	19.78%
摊薄每股收益(元)	2.42	6.36	5.95	7.25	8.68
每股经营性现金流净额	0.82	4.70	2.50	5.94	7.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.25%	34.07%	31.38%	29.10%	27.05%
P/E	46.21	13.78	11.44	9.40	7.84
P/B	8.90	4.70	3.59	2.73	2.12

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	24,137	40,257	72,251	91,129	111,364	135,648	货币资金	7,790	11,667	18,031	19,854	28,137	37,966	
增长率	66.8%	79.5%	26.1%	22.2%	21.8%		应收款项	11,242	17,101	23,973	28,593	36,279	43,918	
主营业务成本	-18,765	-30,376	-50,318	-63,717	-78,853	-96,958	存货	10,768	19,060	21,442	30,091	37,720	47,178	
%销售收入	77.7%	75.5%	69.6%	69.9%	70.8%	71.5%	其他流动资产	6,508	4,166	5,839	9,647	11,612	13,368	
毛利	5,371	9,881	21,933	27,412	32,512	38,689	流动资产	36,307	51,994	69,284	88,185	113,748	142,430	
%销售收入	22.3%	24.5%	30.4%	30.1%	29.2%	28.5%	%总资产	84.8%	84.4%	83.6%	84.6%	87.9%	89.4%	
营业税金及附加	-82	-143	-324	-501	-613	-746	长期投资	368	884	1,260	1,580	1,760	1,940	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	4,670	5,732	8,124	9,135	9,779	10,271	
销售费用	-1,583	-3,169	-5,167	-6,379	-7,684	-9,224	%总资产	10.9%	9.3%	9.8%	8.8%	7.6%	6.4%	
%销售收入	6.6%	7.9%	7.2%	7.0%	6.9%	6.8%	无形资产	198	439	822	1,259	1,374	1,480	
管理费用	-491	-612	-873	-1,367	-1,559	-1,763	非流动资产	6,533	9,632	13,593	15,994	15,592	16,920	
%销售收入	2.0%	1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	%总资产	15.2%	15.6%	16.4%	15.4%	12.1%	10.6%	
研发费用	-1,161	-1,692	-2,447	-3,463	-3,898	-4,476	资产总计	42,840	61,626	82,877	104,179	129,340	159,350	
%销售收入	4.8%	4.2%	3.4%	3.8%	3.5%	3.3%	短期借款	1,730	2,232	4,135	1,300	1,800	2,300	
息税前利润 (EBIT)	2,054	4,265	13,121	15,702	18,758	22,479	应付款项	18,266	26,686	29,904	37,267	46,105	56,678	
%销售收入	8.5%	10.6%	18.2%	17.2%	16.8%	16.6%	其他流动负债	3,512	6,550	11,898	13,480	16,444	19,861	
财务费用	-283	477	-21	-183	-50	-114	流动负债	23,507	35,469	45,937	52,047	64,350	78,839	
%销售收入	1.2%	-1.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	长期贷款	1,891	4,162	4,180	6,612	6,612	6,612	
资产减值损失	-481	-831	-2,028	-814	-787	-894	其他长期负债	738	2,259	3,305	4,266	4,597	5,023	
公允价值变动收益	66	-30	36	0	0	0	负债	26,136	41,889	53,422	62,924	75,559	90,474	
投资收益	355	40	97	200	200	200	普通股股东权益	15,655	18,666	27,705	39,325	51,662	66,556	
%税前利润	18.8%	1.0%	0.8%	1.3%	1.1%	0.9%	其中：股本	1,485	1,485	1,485	2,073	2,073	2,073	
营业利润	1,898	4,141	11,466	14,905	18,121	21,672	未分配利润	6,533	9,613	18,729	28,995	41,332	56,226	
营业利润率	7.9%	10.3%	15.9%	16.4%	16.3%	16.0%	少数股东权益	1,049	1,071	1,749	1,929	2,119	2,319	
营业外收支	-5	-7	-6	0	0	0	负债股东权益合计	42,840	61,626	82,877	104,179	129,340	159,350	
税前利润	1,893	4,134	11,460	14,905	18,121	21,672	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	7.8%	10.3%	15.9%	16.4%	16.3%	16.0%	每股指标							
所得税	-189	-439	-1,851	-2,385	-2,899	-3,467	每股收益	1.066	2.419	6.356	5.95	7.25	8.68	
所得税率	10.0%	10.6%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%	每股净资产	10.541	12.568	18.655	18.968	24.919	32.103	
净利润	1,704	3,695	9,609	12,520	15,222	18,204	每股经营现金净流	-1.103	0.815	4.701	2.497	5.937	7.177	
少数股东损益	121	102	169	180	190	200	每股股利	0.111	0.220	0.965	1.000	1.300	1.500	
归属于母公司的净利润	1,583	3,593	9,440	12,340	15,032	18,004	回报率							
净利率	6.6%	8.9%	13.1%	13.5%	13.5%	13.3%	净资产收益率	10.11%	19.25%	34.07%	31.38%	29.10%	27.05%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.69%	5.83%	11.39%	11.84%	11.62%	11.30%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	9.09%	14.58%	29.12%	26.82%	25.33%	24.27%	
净利润	1,704	3,695	9,609	12,520	15,222	18,204	增长率							
少数股东损益	121	102	169	180	190	200	主营业务收入增长率	25.15%	66.79%	79.47%	26.13%	22.21%	21.81%	
非现金支出	829	1,299	2,706	1,374	1,449	1,626	EBIT增长率	-7.07%	107.66%	207.64%	19.67%	19.46%	19.84%	
非经营收益	-544	-156	-652	374	1,396	198	净利润增长率	-19.01%	127.04%	162.69%	30.72%	21.81%	19.78%	
营运资金变动	-3,627	-3,628	-4,682	-9,091	-5,759	-5,150	总资产增长率	52.98%	43.85%	34.48%	25.70%	24.15%	23.20%	
经营活动现金净流	-1,639	1,210	6,982	5,177	12,308	14,879	资产管理能力							
资本开支	-1,653	-1,517	-2,743	-2,308	-980	-1,580	应收账款周转天数	115.9	102.2	88.2	95.0	95.0	95.0	
投资	-2,202	1,849	-1,178	-320	-80	-80	存货周转天数	142.4	179.2	146.9	175.0	180.0	185.0	
其他	142	14	100	0	100	100	应付账款周转天数	160.8	139.7	105.2	110.0	110.0	110.0	
投资活动现金净流	-3,713	346	-3,821	-2,628	-960	-1,560	固定资产周转天数	64.2	41.2	32.5	28.2	23.9	19.9	
股权募资	4,179	15	1,013	1,381	0	0	偿债能力							
债权募资	1,370	3,192	3,289	627	300	300	净负债/股东权益	-47.78%	-34.27%	-40.02%	-33.97%	-40.53%	-45.19%	
其他	-370	-1,460	-1,022	-2,597	-3,192	-3,608	EBIT利息保障倍数	7.3	-8.9	637.1	85.6	377.1	197.5	
筹资活动现金净流	5,179	1,747	3,280	-589	-2,892	-3,308	资产负债率	61.01%	67.97%	64.46%	60.40%	58.42%	56.78%	
现金净流量	-193	3,242	6,465	1,960	8,457	10,011								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	19	38	55	129
增持	2	6	10	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.24	1.21	1.21	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-28	买入	131.65	N/A
2	2022-10-27	买入	132.70	N/A
3	2023-01-20	买入	120.10	N/A
4	2023-04-24	买入	110.00	N/A
5	2023-08-07	买入	110.74	N/A
6	2023-08-24	买入	94.43	N/A
7	2023-10-29	买入	82.86	N/A
8	2024-04-23	买入	93.99	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

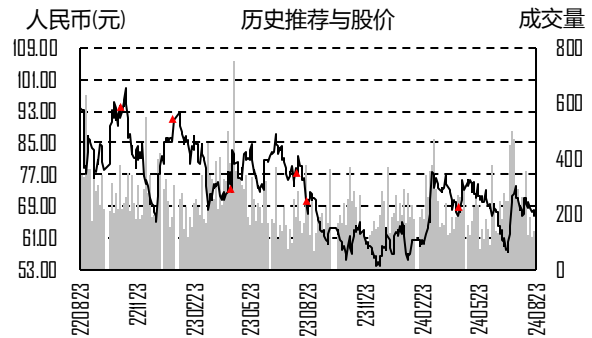
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究