



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备  
当前价格(元)：68.12

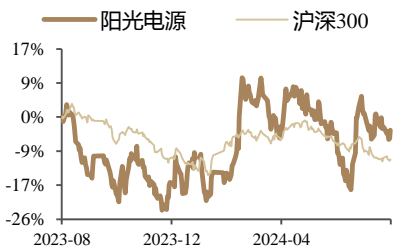
证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M   | 3M    |
|---------|-------|------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -5.13 | 0.92 | -6.29 |
| 相对涨幅(%) | -1.85 | 5.74 | 2.35  |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《阳光电源：全球逆变器龙头企业，多维度布局新能源业务》，2024.5.28

# 阳光电源 24H1 业绩点评：盈利能力持续改善，光储龙头塑造全球竞争力

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年半年报，24H1 盈利同比增长 13.9%。**公司发布 2024 年半年报，实现营业收入 310.20 亿元，同比增长 8.38%；实现归属于上市公司股东的净利润 49.59 亿元，同比增长 13.89%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 48.82 亿元，同比增长 14.03%。其中，2024Q2 公司实现营业收入 184.06 亿元，同比增长 14.74%；实现归属于上市公司股东的净利润 28.63 亿元，同比增长 0.57%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 27.99 亿元，同比减少 0.86%。
- Q2 盈利能力提升，期间费用率有所上升。**2024 年上半年，公司实现综合毛利率 32.42%，同比增长 5.42%，主要系公司品牌溢价、产品创新、规模效应及项目管理能力提高的影响所致。公司实现期间费用率 12.81%，同比增长 2.15%。其中，销售费用率 5.72%，同比减少 1.09%；研发费用率 4.79%，同比增长 1.12%，主要系本期加大研发项目投入，研发人员薪酬及领用原材料增加较多所致；财务费用率 0.61%，同比增长 1.69%，主要系本期受外汇汇率波动影响，公司汇兑损失金额大幅增加所致。
- 逆变器业务盈利能力提升，新产品新技术持续落地。**2024 年上半年，公司实现光伏逆变器收入 130.93 亿元，同比增长 12.63%。光伏逆变器业务实现毛利率 37.62%，同比增长 1.70%。2024 年上半年，公司大功率组串逆变器 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。公司与泰国 Gulf Energy 签约 3.5GW 光储供货协议，为沙特超豪华度假综合体 Amaala 打造标杆离网项目。公司研发的直流 2000V 高压逆变器在陕西榆林“孟家湾光伏项目”成功并网并已稳定运行一年。这是 2000V 系统在世界范围内第一次落地实证，让光伏系统成功从 1500V 进阶至 2000V，进一步降本增效。公司面向国内工商业用户发布了新一代大功率组串逆变器 SG150CX-CN 和户用逆变器 SGT-P2-CN，将工商业逆变器功率提升至 150kW，全面兼容市面主流组件，更安全、更便捷，收益更高。与此同时，公司重磅发布了首个微型逆变器系列，以及家庭智慧能源管理器。
- 储能系统盈利能力大幅提升，面向全球成熟电力市场提供储能解决方案。**2024 年上半年，公司实现储能系统收入 78.16 亿元，同比减少 8.30%。储能系统业务盈利能力显著提升，上半年实现毛利率 40.08%，同比增长 12.61%。目前公司储能系统广泛应用在欧洲、美洲、中东、亚太等成熟电力市场，不断强化风光储深度融合。所有参与的储能项目未出现一例安全事故，在调频调峰、辅助可再生能源并网、微电网、工商业及户用储能等领域积累了广泛的应用经验。公司与 Algihaz 签约了 7.8GWh 中东最大储能项目，与 Atlas 签约了 880MWh 拉美最大独立储能电站，与 Engie 签约 800MWh 欧洲最大储能电站之一，与 SSE 签约 320MW/640MWh 英国最大电池储能项目并接入英国最高电压等级电网，助力中海油打造全球首个海上构网型储能电站，为国内外众多项目提供整体解决方案。
- 投资建议。**在当前股本下，结合公司盈利能力及行业供需情况，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 110.48/130.83/142.22 亿元，对应 PE 为 12.78X/10.79

X/9.93X, 维持公司“买入”评级。

- **风险提示:** 技术更迭风险, 原材料价格波动风险, 境外经营风险, 行业竞争加剧风险, 需求不及预期风险。

| 股票数据          |             | 主要财务数据及预测   |        |        |        |         |         |
|---------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 总股本(百万股):     | 2,073.21    | 2022        | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E   |         |
| 流通 A 股(百万股):  | 1,590.00    | 营业收入(百万元)   | 40,257 | 72,251 | 81,648 | 105,217 | 129,155 |
| 52 周内股价区间(元): | 53.91-77.43 | (+/-)YOY(%) | 66.8%  | 79.5%  | 13.0%  | 28.9%   | 22.8%   |
| 总市值(百万元):     | 141,227.16  | 净利润(百万元)    | 3,593  | 9,440  | 11,048 | 13,083  | 14,222  |
| 总资产(百万元):     | 94,419.12   | (+/-)YOY(%) | 127.0% | 162.7% | 17.0%  | 18.4%   | 8.7%    |
| 每股净资产(元):     | 15.15       | 全面摊薄 EPS(元) | 1.73   | 4.55   | 5.33   | 6.31    | 6.86    |
| 资料来源: 公司公告    |             | 毛利率(%)      | 24.5%  | 30.4%  | 29.1%  | 26.6%   | 24.5%   |
|               |             | 净资产收益率(%)   | 19.2%  | 34.1%  | 28.5%  | 25.2%   | 21.5%   |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |       |       |       |
| 每股收益      | 4.55   | 5.33  | 6.31  | 6.86  |
| 每股净资产     | 18.65  | 18.72 | 25.03 | 31.89 |
| 每股经营现金流   | 4.70   | 5.54  | 6.15  | 6.77  |
| 每股股利      | 0.96   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 13.77  | 12.78 | 10.79 | 9.93  |
| P/B       | 4.70   | 3.64  | 2.72  | 2.14  |
| P/S       | 1.40   | 1.73  | 1.34  | 1.09  |
| EV/EBITDA | 9.94   | 8.44  | 6.60  | 5.50  |
| 股息率%      | 1.1%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 30.4%  | 29.1% | 26.6% | 24.5% |
| 净利润率      | 13.3%  | 13.8% | 12.7% | 11.2% |
| 净资产收益率    | 34.1%  | 28.5% | 25.2% | 21.5% |
| 资产回报率     | 11.4%  | 10.6% | 9.8%  | 8.7%  |
| 投资回报率     | 25.2%  | 22.7% | 20.8% | 18.0% |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | 79.5%  | 13.0% | 28.9% | 22.8% |
| EBIT 增长率  | 212.7% | 19.0% | 16.8% | 6.7%  |
| 净利润增长率    | 162.7% | 17.0% | 18.4% | 8.7%  |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 64.5%  | 61.0% | 59.4% | 58.2% |
| 流动比率      | 1.5    | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| 速动比率      | 1.0    | 1.1   | 1.2   | 1.2   |
| 现金比率      | 0.4    | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 经营效率指标    |        |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 87.0   | 98.1  | 91.0  | 92.2  |
| 存货周转天数    | 144.9  | 143.4 | 134.2 | 137.5 |
| 总资产周转率    | 1.0    | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| 固定资产周转率   | 13.2   | 12.4  | 15.4  | 18.3  |

| 现金流量表(百万元) | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 9,440  | 11,048 | 13,083 | 14,222 |
| 少数股东损益     | 169    | 198    | 234    | 255    |
| 非现金支出      | 2,706  | 1,165  | 1,215  | 1,265  |
| 非经营收益      | -652   | -41    | 263    | 259    |
| 营运资金变动     | -4,682 | -894   | -2,046 | -1,956 |
| 经营活动现金流    | 6,982  | 11,476 | 12,750 | 14,045 |
| 资产         | -2,743 | -1,505 | -1,507 | -1,508 |
| 投资         | -1,178 | -370   | -370   | -370   |
| 其他         | 100    | -81    | 151    | 183    |
| 投资活动现金流    | -3,821 | -1,956 | -1,726 | -1,696 |
| 债权募资       | 3,289  | 3,863  | 520    | 520    |
| 股权募资       | 1,013  | 121    | 0      | 0      |
| 其他         | -1,022 | -97    | -397   | -423   |
| 融资活动现金流    | 3,280  | 3,887  | 123    | 97     |
| 现金净流量      | 6,465  | 13,411 | 11,147 | 12,446 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2023   | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入       | 72,251 | 81,648 | 105,217 | 129,155 |
| 营业成本        | 50,318 | 57,907 | 77,191  | 97,452  |
| 毛利率%        | 30.4%  | 29.1%  | 26.6%   | 24.5%   |
| 营业税金及附加     | 324    | 367    | 472     | 580     |
| 营业税金率%      | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%    | 0.4%    |
| 营业费用        | 5,167  | 4,654  | 5,787   | 7,104   |
| 营业费用率%      | 7.2%   | 5.7%   | 5.5%    | 5.5%    |
| 管理费用        | 873    | 1,225  | 1,578   | 1,937   |
| 管理费用率%      | 1.2%   | 1.5%   | 1.5%    | 1.5%    |
| 研发费用        | 2,447  | 3,674  | 4,209   | 5,166   |
| 研发费用率%      | 3.4%   | 4.5%   | 4.0%    | 4.0%    |
| EBIT        | 11,461 | 13,643 | 15,938  | 17,011  |
| 财务费用        | 21     | 230    | 54      | -254    |
| 财务费用率%      | 0.0%   | 0.3%   | 0.1%    | -0.2%   |
| 资产减值损失      | -1,301 | -200   | -200    | -200    |
| 投资收益        | 97     | 109    | 141     | 173     |
| 营业利润        | 11,466 | 13,413 | 15,884  | 17,266  |
| 营业外收支       | -6     | 0      | 0       | 0       |
| 利润总额        | 11,460 | 13,413 | 15,884  | 17,266  |
| EBITDA      | 12,139 | 14,158 | 16,503  | 17,626  |
| 所得税         | 1,851  | 2,167  | 2,566   | 2,789   |
| 有效所得税率%     | 16.2%  | 16.2%  | 16.2%   | 16.2%   |
| 少数股东损益      | 169    | 198    | 234     | 255     |
| 归属母公司所有者净利润 | 9,440  | 11,048 | 13,083  | 14,222  |

| 资产负债表(百万元) | 2023   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|---------|---------|---------|
| 货币资金       | 18,031 | 31,442  | 42,589  | 55,034  |
| 应收账款及应收票据  | 21,791 | 24,176  | 30,834  | 37,604  |
| 存货         | 21,442 | 24,675  | 32,893  | 41,527  |
| 其它流动资产     | 8,021  | 9,247   | 11,422  | 13,629  |
| 流动资产合计     | 69,284 | 89,540  | 117,738 | 147,794 |
| 长期股权投资     | 440    | 440     | 440     | 440     |
| 固定资产       | 6,438  | 6,723   | 6,959   | 7,144   |
| 在建工程       | 1,686  | 2,186   | 2,686   | 3,186   |
| 无形资产       | 732    | 732     | 732     | 732     |
| 非流动资产合计    | 13,593 | 14,841  | 15,536  | 16,181  |
| 资产总计       | 82,877 | 104,381 | 133,274 | 163,975 |
| 短期借款       | 2,793  | 3,293   | 3,793   | 4,293   |
| 应付票据及应付账款  | 28,486 | 32,782  | 43,699  | 55,170  |
| 预收账款       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 其它流动负债     | 14,658 | 16,888  | 21,026  | 25,261  |
| 流动负债合计     | 45,937 | 52,964  | 68,519  | 84,724  |
| 长期借款       | 4,180  | 4,200   | 4,220   | 4,240   |
| 其它长期负债     | 3,305  | 6,459   | 6,459   | 6,459   |
| 非流动负债合计    | 7,485  | 10,658  | 10,678  | 10,698  |
| 负债总计       | 53,422 | 63,622  | 79,197  | 95,422  |
| 实收资本       | 1,485  | 2,073   | 2,073   | 2,073   |
| 普通股股东权益    | 27,705 | 38,811  | 51,895  | 66,116  |
| 少数股东权益     | 1,749  | 1,947   | 2,182   | 2,437   |
| 负债和所有者权益合计 | 82,877 | 104,381 | 133,274 | 163,975 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；           | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|   |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|   |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|   |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。