

## 阳光电源(300274.SZ)

## 业绩稳步增长，出海步履强健

## 推荐 (维持)

股价:68.12元

## 主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.sungrowpower.com
大股东/持股	曹仁贤/30.46%
实际控制人	曹仁贤
总股本(百万股)	2,073
流通A股(百万股)	1,590
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,412
流通A股市值(亿元)	1,083
每股净资产(元)	15.15
资产负债率(%)	64.7

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】阳光电源(300274.SZ)\*首次覆盖报告\*光储双轮驱动，龙头昂扬奋发\*推荐20240522

## 证券分析师

张之尧 投资咨询资格编号  
S1060524070005  
zhangzhiyao757@pingan.com.cn

皮秀 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
PIXIU809@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2024年半年度报告。上半年，公司实现营业收入310.20亿元，同比增长8.4%；实现归母净利润49.59亿元，同比增长13.9%。第二季度，公司实现营收184.06亿元，同/环比分别增长14.7%/45.9%；归母净利润28.63亿元，同/环比分别增长0.6%/36.6%。

## 平安观点:

- 公司营收稳健增长，盈利能力进一步提升。**1) 收入端：公司2024年上半年实现营收310.20亿元，同比增长8.4%。其中，光伏逆变器/储能系统/新能源投资开发业务板块分别实现营收130.93/78.16/89.55亿元，同比分别+12.6%/-8.3%/+18.5%。2) 毛利率：公司上半年毛利率32.4%，同比增长5.4%，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。分产品来看，公司储能系统毛利率表现突出，上半年公司光伏逆变器/储能系统/新能源投资开发业务板块毛利率分别为37.6%/40.1%/16.9%。3) 费用端：上半年公司销售费用和研发费用同比增幅较大；销售费用17.73亿元，同比增长41.3%，主要系本期业务规模增长，人员薪酬、股权激励成本、差旅费等增长较大所致（销售费用数额较2023半年报数字有所下降，主要由于会计准则修订后，原计入销售费用的保证类质保费用计入营业成本；此处增幅为公司调整23H1口径后计算并披露的增幅）；研发费用14.86亿元，同比增长41.7%，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。4) 净利润：2024年上半年，公司实现归母净利润49.59亿元，同比增长13.9%。

- 光伏逆变器：规模效应凸显，全球拓展顺利。**上半年，公司光伏逆变器业务实现营收130.93亿元，同比增长12.63%；毛利率为37.6%，较2023年同期增长1.7个百分点，主要由于逆变器生产规模效应下成本控制能力增强。上半年，公司加码布局欧洲、美洲、澳洲、中国渠道市场，全球服务网点增长至490+，渠道业务快速发展。公司在新兴市场斩获若干大

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257	72,251	96,628	117,326	131,968
YOY(%)	66.8	79.5	33.7	21.4	12.5
净利润(百万元)	3,593	9,440	11,884	13,783	14,617
YOY(%)	127.0	162.7	25.9	16.0	6.0
毛利率(%)	24.5	30.4	29.5	28.8	27.8
净利率(%)	8.9	13.1	12.3	11.7	11.1
ROE(%)	19.3	34.1	30.5	26.5	22.2
EPS(摊薄/元)	1.73	4.55	5.73	6.65	7.05
P/E(倍)	39.3	15.0	11.9	10.2	9.7
P/B(倍)	7.6	5.1	3.6	2.7	2.1

- 订单，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（165MW光伏逆变器+160MW/760MWh储能系统）。产品研发方面，公司上半年面向工商业用户发布了新一代大功率组串逆变器产品，以及面向阳台光伏场景的首个微型逆变器系列等，产品持续迭代更新，保持竞争实力。
- **储能：出海多点开花，在手订单饱满。**上半年，公司储能业务实现营收78.16亿元，同比减少8.30%；毛利率为40.1%，较2023年同期大幅增长12.6个百分点，盈利能力进一步提升，主要由于公司产品力得到海外客户认可，取得了一定的品牌溢价。上半年，全球储能市场需求呈现较快增长，市场从前期以中美欧三地为重点，逐步过渡为“多点开花”的局面，中东、亚太等市场均迎来较快增长。现阶段，公司储能系统已广泛应用于欧洲、美洲、中东、亚太等市场。上半年，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。在高速成长的中东市场，公司与大型客户合作紧密，市占率突出。亚非拉新兴市场需求强劲，公司全面布局，对个别市场的依赖程度减小，储能板块业绩有望稳健增长。
- **新能源投资：管理能力、项目质量均提升，新能源电站贡献稳定增量。**上半年，公司新能源投资开发业务实现营收89.5亿元，同比增长18.5%；毛利率为16.9%，较2023年同期增长5.4个百分点，主要系公司项目管理能力进一步提升、电站资产中优质风电项目占比提升、组件价格下降等因素影响。公司全面对接国家大型风电光伏基地、整县推进光伏/风电开发等国家重大能源战略，持续加强项目储备与资源转化，国内市场新增获取安徽肥西150MW风电项目、山东潍坊300MW光伏项目、广西东兴120MW光伏发电项目等地面项目；海外业务风光并举，稳步向前，新增获取中亚哈萨克斯坦 Aktobe 200MW 风电项目、南美智利 El Huerto 11 MW+33MWh、San Yolando 118MW、Teno IV 11MW+33MWh 项目，全球开发战略保持稳健增长势头。
- **投资建议：公司光储逆变器双轮驱动，全球市场多点开花，竞争实力突出。**公司作为全球光储逆变器双料龙头，在手订单充足，全球市场竞争力强。上半年，公司营收稳健增长，新兴市场光储需求快速增长下，全年有望取得亮眼的业绩表现；考虑到美国2026年将施加锂电关税，公司2025年美国大储出货量或将出现明显增加，同时2026年有所减少。因此，我们上调2024/2025年盈利预测，同时略微下调2026年盈利预测，预计2024/2025/2026年归母净利润分别为118.84/137.83/146.17亿元（前值为111.42/130.33/149.58亿元），对应8月23日收盘价PE分别为11.9/10.2/9.7倍。我们认为，随着全球光储市场多点开花，公司对个别市场的依赖程度有望进一步减小，未来盈利的稳定性和持续性优良，维持“推荐”评级。
- **风险提示：（1）储能市场需求增长不及预期的风险。**在全球碳中和愿景下，中国、美国、欧洲大储市场增势较为确定；但如果并网排队和产业链限制等因素导致装机不及预期，或减税补贴政策发生变化，可能导致储能市场增长不及预期，影响公司储能系统相关业绩。（2）**海外贸易政策收紧的风险。**近期，美国对中国光伏和锂电产业链部分环节的贸易政策有收紧迹象。若后续美国在光伏逆变器、储能系统等环节提出关税等形式的制裁，或欧洲市场效仿其做法收紧贸易政策，可能影响公司在上述市场的业务开展。（3）**全球市场竞争加剧的风险。**若后续光伏逆变器、储能系统市场竞争加剧，出现价格战等情形，公司市场开拓和盈利等可能受到一定影响。（4）**新能源电站项目收益模型发生变化的风险。**若市场或政策等因素导致公司新能源电站收益模型发生变化，可能对公司盈利产生一定影响。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	69,284	102,986	127,013	146,916
现金	18,031	24,157	29,331	32,992
应收票据及应收账款	24,573	34,595	43,934	53,033
其他应收款	1,409	2,829	3,435	3,863
预付账款	543	823	999	1,123
存货	21,442	35,872	44,038	50,229
其他流动资产	3,287	4,711	5,276	5,676
<b>非流动资产</b>	13,593	13,202	12,977	13,216
长期投资	440	473	507	542
固定资产	6,836	7,205	7,806	7,882
无形资产	732	610	488	366
其他非流动资产	5,584	4,913	4,176	4,426
<b>资产总计</b>	82,877	116,188	139,989	160,132
<b>流动负债</b>	45,937	65,889	76,349	82,344
短期借款	2,793	7,678	5,011	1,150
应付票据及应付账款	28,486	40,110	49,241	56,163
其他流动负债	14,658	18,101	22,097	25,031
<b>非流动负债</b>	7,485	9,342	9,342	9,342
长期借款	4,504	6,360	6,360	6,360
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981
<b>负债合计</b>	53,422	75,230	85,691	91,685
少数股东权益	1,749	1,962	2,209	2,471
股本	1,485	2,073	2,073	2,073
资本公积	7,606	7,018	7,018	7,018
留存收益	18,614	29,904	42,998	56,884
<b>归属母公司股东权益</b>	27,705	38,995	52,090	65,976
<b>负债和股东权益</b>	82,877	116,188	139,989	160,132

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	6,876	732	9,643	9,709
净利润	9,609	12,097	14,031	14,879
折旧摊销	572	840	959	996
财务费用	21	345	406	249
投资损失	-97	-74	-75	-76
营运资金变动	-5,765	-12,509	-5,726	-6,386
其他经营现金流	2,537	32	48	49
<b>投资活动现金流</b>	-3,821	-407	-707	-1,207
资本支出	1,588	400	700	1,200
长期投资	-1,178	-30	-30	-30
其他投资现金流	-4,231	-777	-1,377	-2,377
<b>筹资活动现金流</b>	3,280	5,802	-3,762	-4,841
短期借款	1,371	4,885	-2,666	-3,862
长期借款	-89	1,857	0	0
其他筹资现金流	1,998	-939	-1,095	-980
<b>现金净增加额</b>	6,359	6,126	5,174	3,661

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	72,251	96,628	117,326	131,968
营业成本	50,318	68,094	83,595	95,347
税金及附加	324	369	448	504
营业费用	5,167	6,909	8,330	9,238
管理费用	873	1,160	1,349	1,584
研发费用	2,447	3,382	4,106	4,619
财务费用	21	345	406	249
资产减值损失	-1,301	-1,208	-1,408	-1,584
信用减值损失	-728	-967	-1,174	-1,320
其他收益	266	224	224	224
公允价值变动收益	36	0	0	0
投资净收益	97	74	75	76
资产处置收益	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	11,466	14,494	16,809	17,825
营业外收入	25	17	17	17
营业外支出	32	23	23	23
<b>利润总额</b>	11,460	14,488	16,803	17,819
所得税	1,851	2,390	2,772	2,940
<b>净利润</b>	9,609	12,097	14,031	14,879
少数股东损益	169	213	247	262
<b>归属母公司净利润</b>	9,440	11,884	13,783	14,617
EBITDA	12,053	15,673	18,168	19,063
EPS (元)	4.55	5.73	6.65	7.05

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	79.5	33.7	21.4	12.5
营业利润(%)	176.9	26.4	16.0	6.0
归属于母公司净利润(%)	162.7	25.9	16.0	6.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	30.4	29.5	28.8	27.8
净利率(%)	13.1	12.3	11.7	11.1
ROE(%)	34.1	30.5	26.5	22.2
ROIC(%)	42.9	36.3	27.4	23.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	64.5	64.7	61.2	57.3
净负债比率(%)	-36.4	-24.7	-33.1	-37.2
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.0	2.9	2.8	2.6
应付账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	4.55	5.73	6.65	7.05
每股经营现金流(最新摊薄)	3.32	0.35	4.65	4.68
每股净资产(最新摊薄)	13.36	18.81	25.13	31.82
<b>估值比率</b>				
P/E	15.0	11.9	10.2	9.7
P/B	5.1	3.6	2.7	2.1
EV/EBITDA	11.3	9.9	8.4	7.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）  
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）  
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）  
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层