

# 阳光电源 (300274.SZ)

## 买入 (维持评级)

### Q2 业绩超预期, 储能&逆变器盈利能力表现亮眼

#### 投资要点:

##### 业绩点评

公司发布 24H1 业绩公告, 24H1 实现营收 310.2 亿元, 同比+8.4%, 归母净利 49.6 亿元, 同比+13.9%; 扣非归母净利 48.8 亿元, 同比+14.0%; 其中 24Q2 实现营收 184.1 亿元, 同比增长 14.7%, 环比+45.9%; 归母净利 28.6 亿元, 同比+0.6%, 环比+36.6%; 扣非归母净利 28.0 亿元, 同比-0.9%, 环比+34.3%。

##### 24H1 逆变器板块实现量利齐升, 24 年出货预计保持高增

公司 24H1 逆变器出货 65GW, 同比增长 30%, 继续保持行业领先地位, 其中 24Q2 逆变器出货约 36GW, 环比增长 26%; 24H1 电力电子转化设备板块实现营业收入 130.9 亿元 (其中逆变器营业收入 120 亿元), 同比增长 13%, 毛利率达到 37.6%, 同比提升 1.7pct, 其中逆变器业务毛利率同比提升约 2pct, 分析主要为规模效应、技术降本等因素拉动。我们预计公司 24 年全年逆变器出货 150-170GW, 同比增速为 15%-31%, 盈利能力预计保持相对平稳。

##### 储能板块高盈利持续超预期, 24 年出货有望实现翻倍

公司 24H1 储能出货 8GWh, 同比增长接近 60%; 24H1 储能实现营业收入 78 亿元, 同比略有下滑, 主要受海外大储发货和收入确认节奏影响, 毛利率为 40.1%, 同比提升 12.6pct, 盈利能力大幅提升主要受电芯原材料价格下降等因素影响。我们预计公司 24 年储能出货超 20GWh, 同比预计实现翻倍+, 主要增量市场包括美国、中东、欧洲、亚太等区域。

##### 新能源投资开发业务继续增长, 受益上游降价盈利水平提升

公司 24H1 新能源投资开发业务实现营业收入 89.5 亿元, 同比增长 18%; 受益于持续推进精细化项目能力建设以及上游原材料降价, 公司开发业务盈利能力实现明显改善, 24H1 毛利率为 16.9%, 同比提升 5.4pct。

##### 盈利预测与投资建议

考虑公司 24H1 受规模效应、技术降本等因素带动盈利能力提升, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利 116/138/153 亿元 (24-26 年前值 108/128/147 亿元), 当前股价对应 PE12.2/10.2/9.2 倍。考虑公司作为全球光伏逆变器、大储系统集成的龙头, 海外收入占比不断上升, 规模效应逐步强化, 有望在行业竞争中凸显阿尔法, 我们给予公司 2024 年 18 倍 PE, 对应目标价 100.78 元, 维持买入评级。

##### 风险提示

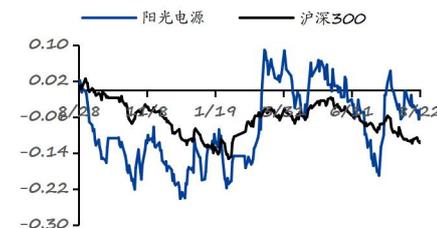
需求不及预期, 海外贸易摩擦升级, 行业竞争激烈, 业绩不达预期。

当前价格: 68.12 元  
目标价格: 100.78 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,073.21/1,590.00
流通 A 股市值(百万元)	108,310.88
每股净资产(元)	15.15
资产负债率(%)	64.67
一年内最高/最低价(元)	112.77/56.38

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)

DW3787@hfzq.com.cn

分析师: 李乐群(S0210524080003)

LLQ3911@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、24Q1 逆变器和储能盈利能力继续维持高位——2024.04.24
- 2、【华福电新】阳光电源: Q3 业绩超预期, 盈利能力表现持续优异——2023.11.03
- 3、【华福电新】阳光电源深度: 新能源平台化企业, 多维竞争力成就龙头地位 ——2023.09.19

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257	72,251	81,240	95,960	110,091
增长率	67%	79%	12%	18%	15%
净利润(百万元)	3,593	9,440	11,608	13,796	15,299
增长率	127%	163%	23%	19%	11%
EPS(元/股)	1.73	4.55	5.60	6.65	7.38
市盈率(P/E)	39.3	15.0	12.2	10.2	9.2
市净率(P/B)	7.6	5.1	3.7	2.8	2.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,031	27,006	38,368	45,528	营业收入	72,251	81,240	95,960	110,091
应收票据及账款	21,791	23,653	26,798	30,805	营业成本	50,318	58,039	69,373	80,726
预付账款	543	871	1,041	1,211	税金及附加	324	244	288	330
存货	21,442	27,302	32,633	37,973	销售费用	5,167	5,443	6,045	6,605
合同资产	2,009	3,388	3,167	3,523	管理费用	873	1,056	1,056	1,101
其他流动资产	7,478	9,603	9,713	10,228	研发费用	2,447	2,681	3,042	3,193
流动资产合计	69,284	88,434	108,552	125,745	财务费用	21	-316	-599	-648
长期股权投资	440	440	440	440	信用减值损失	-728	-150	-150	-150
固定资产	6,438	6,975	7,266	7,333	资产减值损失	-1,301	-335	-300	-300
在建工程	1,686	2,186	2,386	2,586	公允价值变动收益	36	24	10	10
无形资产	732	932	1,085	1,263	投资收益	97	97	97	97
商誉	0	0	0	0	其他收益	266	400	380	180
其他非流动资产	4,296	4,360	4,448	4,542	<b>营业利润</b>	<b>11,466</b>	<b>14,129</b>	<b>16,792</b>	<b>18,621</b>
非流动资产合计	13,593	14,892	15,625	16,165	营业外收入	26	1	0	0
<b>资产合计</b>	<b>82,877</b>	<b>103,326</b>	<b>124,178</b>	<b>141,909</b>	营业外支出	32	3	2	2
短期借款	2,793	0	1,500	1,600	<b>利润总额</b>	<b>11,460</b>	<b>14,127</b>	<b>16,790</b>	<b>18,619</b>
应付票据及账款	28,486	40,627	45,787	48,435	所得税	1,851	2,282	2,713	3,008
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>9,609</b>	<b>11,845</b>	<b>14,077</b>	<b>15,611</b>
合同负债	6,565	7,382	7,677	7,706	少数股东损益	169	237	282	312
其他应付款	1,418	1,418	1,418	1,418	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,440</b>	<b>11,608</b>	<b>13,796</b>	<b>15,299</b>
其他流动负债	6,675	6,720	6,954	6,918	EPS (按最新股本摊薄)	4.55	5.60	6.65	7.38
流动负债合计	45,937	56,147	63,336	66,079					
长期借款	4,180	4,180	4,180	4,180					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,305	3,305	3,305	3,305					
非流动负债合计	7,485	7,485	7,485	7,485					
<b>负债合计</b>	<b>53,422</b>	<b>63,633</b>	<b>70,821</b>	<b>73,564</b>					
归属母公司所有者权益	27,705	37,708	51,089	65,766					
少数股东权益	1,749	1,986	2,268	2,580					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,454</b>	<b>39,694</b>	<b>53,357</b>	<b>68,346</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>82,877</b>	<b>103,326</b>	<b>124,178</b>	<b>141,909</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,982</b>	<b>14,193</b>	<b>10,892</b>	<b>8,094</b>
现金收益	10,202	12,132	14,139	15,659
存货影响	-2,381	-5,860	-5,332	-5,340
经营性应收影响	-5,760	-1,855	-3,014	-3,877
经营性应付影响	3,218	12,141	5,159	2,649
其他影响	1,703	-2,365	-60	-996
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,821</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,215</b>	<b>-1,059</b>
资本支出	-3,356	-1,838	-1,305	-1,141
股权投资	-212	0	0	0
其他长期资产变化	-253	530	90	82
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,280</b>	<b>-3,910</b>	<b>1,685</b>	<b>126</b>
借款增加	1,921	-2,793	1,500	100
股利及利息支付	-640	-730	-915	-1,053
股东融资	1,013	0	0	0
其他影响	986	-387	1,100	1,079

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	79.5%	12.4%	18.1%	14.7%
EBIT 增长率	214.0%	20.3%	17.2%	11.0%
归母公司净利润增长率	162.7%	23.0%	18.8%	10.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.4%	28.6%	27.7%	26.7%
净利率	13.3%	14.6%	14.7%	14.2%
ROE	32.0%	29.2%	25.9%	22.4%
ROIC	33.2%	32.5%	28.1%	24.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	64.5%	61.6%	57.0%	51.8%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	87	96	89	89
存货周转天数	145	151	156	157
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	4.55	5.60	6.65	7.38
每股经营现金流	3.37	6.85	5.25	3.90
每股净资产	13.36	18.19	24.64	31.72
<b>估值比率</b>				
P/E	15	12	10	9
P/B	5	4	3	2
EV/EBITDA	30	25	21	19

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn