

阳光电源 (300274)

2024 年中报点评: Q2 业绩超预期, 储能毛利率创新高

买入 (维持)

2024 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

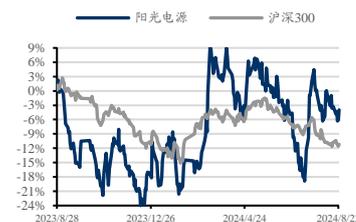
执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	40257	72251	83825	101778	120637
同比 (%)	66.79	79.47	16.02	21.42	18.53
归母净利润 (百万元)	3593	9440	11021	14012	16877
同比 (%)	127.04	162.69	16.75	27.14	20.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.73	4.55	5.32	6.76	8.14
P/E (现价&最新摊薄)	39.30	14.96	12.81	10.08	8.37

投资要点

- **事件:** 公司 24H1 营收 310.2 亿元, 同+8.4%, 归母净利润 49.6 亿元, 同+13.9%, 毛利率 32.4%, 同+3pct, 归母净利率 16%, 同+0.8pct; 其中 24Q2 营收 184.1 亿元, 同环比+14.7%/+45.9%, 归母净利润 28.6 亿元, 同环比+0.6%/+36.6%, 毛利率 29.5%, 同环比-1/-7.2pct, 归母净利率 15.6%, 同环比-2.2/-1.1pct。
- **储能毛利率创新高, 下半年出货有望加速:** 24H1 公司储能系统收入 78 亿元, 同比-8.3%; 毛利率 40.1% 创历史新高, 同比+12.6pct, 主要受益于电芯成本下降及产品迭代; 出货 8GWh, 同比+60%; 我们预计 Q2 储能毛利率环比有所下降, 主要是国内储能出货结构提升, 美/欧/澳大储仍维持较高毛利率。节奏来看, 上半年美国出货节奏偏弱, 下半年欧美等高毛利地区将进入交货高峰期, 中东 7.8GWh 大订单开始交货, 毛利率仍有望维持高位, 24 年预计出货达 25GWh+。
- **逆变器毛利率同比提升, 新能源电站开发规模继续扩大:** ① 光伏逆变器: 24H1 收入 131 亿元, 同比+12.6%; 毛利率 37.6%, 同比+1.7pct; 出货 65GW, 同比+30%; 24 年预计出货达 150-170GW, 同比增长 20%+; ② 新能源投资开发: 24H1 收入 90 亿元, 同比+18.5%; 毛利率 16.9%, 同比+5.4pct。报告期内共出售分布式电站约 2.39GW, 平均交易不含税价格约 3.16 元/W; 阳光新能源实现营收 98.7 亿元, 净利润 6.4 亿元, 对应净利率 6.5%。
- **会计准则调整小幅影响毛利率:** 新会计准则规定保证类质保费用应计入营业成本, 据此追溯调整, 24H1 增加营业成本 8.7 亿元 (占营收的 2.8%); 若按照原会计分类, 公司逆变器、储能业务毛利率应高于报表数字。
- **费用率有所提升、汇率贡献同比下降:** 公司 24H1 期间费用 39.7 亿元, 同+30.3%, 费用率 12.8%, 同+2.2pct, 其中 Q2 期间费用 18.5 亿元, 同环比+30.1%/-13.1%, 费用率 10%, 同环比+1.2/-6.8pct; 24H1 确认汇兑损失 0.8 亿, 汇率套保对应投资收益 1.8 亿。24H1 计提信用减值损失 2.7 亿元、资产减值损失 1.2 亿元。
- **经营现金流同比下滑、合同负债大幅增长:** 24H1 经营性净现金流-26 亿元, 同-154.6%, 其中 Q2 经营性现金流-21.2 亿元, 同比-138%, 主要是汇算清缴集中支付企业所得税、人员成本/业务费用、采购贷款增加影响; 24Q2 末存货 281.4 亿元, 较 Q1 末+21.8%。24H1 末公司合同负债 90.4 亿元, 环比 Q1 末增加 8.6 亿元, 环比 23 年末增加 24.8 亿元, 公司在手订单饱满。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司逆变器、储能业务毛利率超预期, 明后年全球储能出货继续高增, 盈利能力维持高位, 我们上调盈利预测, 我们预计 24-26 年归母净利 110/140/169 亿元 (原预期为 105/126/151 亿元), 同增 16.8%/27.1%/20.5%, 给予 24 年 20xPE, 目标价 106 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.12
一年最低/最高价	56.38/112.77
市净率(倍)	4.50
流通 A 股市值(百万元)	108,310.88
总市值(百万元)	141,227.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.15
资产负债率(% LF)	64.67
总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股(百万股)	1,590.00

相关研究

- 《阳光电源(300274): 沙特 7.8gwh 大单落地, 储能业务有望持续高增》
2024-07-17
- 《阳光电源(300274): 2023 年报&2024 一季报点评: 2024Q1 盈利略超预期, 2024 年有望再续华章》
2024-04-23

阳光电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	69,284	103,457	123,592	153,425	营业总收入	72,251	83,825	101,778	120,637
货币资金及交易性金融资产	20,103	30,622	36,602	52,685	营业成本(含金融类)	50,318	59,683	72,975	87,462
经营性应收款项	23,107	34,553	41,029	47,993	税金及附加	324	335	356	362
存货	21,442	31,776	38,324	43,399	销售费用	5,167	5,868	6,717	7,600
合同资产	2,009	3,253	3,348	4,001	管理费用	873	1,006	1,120	1,206
其他流动资产	2,624	3,253	4,289	5,347	研发费用	2,447	3,018	3,359	3,619
非流动资产	13,593	14,888	16,013	17,028	财务费用	21	32	18	54
长期股权投资	440	560	630	680	加:其他收益	266	220	224	265
固定资产及使用权资产	6,836	8,495	9,562	10,354	投资净收益	97	168	204	241
在建工程	1,686	927	596	477	公允价值变动	36	50	50	60
无形资产	732	1,011	1,347	1,654	减值损失	(2,028)	(1,100)	(900)	(650)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(5)	0	0	0
长期待摊费用	89	66	54	31	营业利润	11,466	13,220	16,811	20,250
其他非流动资产	3,810	3,830	3,823	3,830	营业外净收支	(6)	10	10	10
资产总计	82,877	118,345	139,605	170,453	利润总额	11,460	13,230	16,821	20,260
流动负债	45,937	70,160	77,123	90,750	减:所得税	1,851	1,985	2,523	3,039
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,135	5,335	6,635	8,595	净利润	9,609	11,246	14,297	17,221
经营性应付款项	28,486	53,143	56,192	64,913	减:少数股东损益	169	225	286	344
合同负债	6,565	5,551	6,787	8,134	归属母公司净利润	9,440	11,021	14,012	16,877
其他流动负债	6,751	6,132	7,509	9,108	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.55	5.32	6.76	8.14
非流动负债	7,485	7,485	7,485	7,485	EBIT	11,461	13,915	17,251	20,388
长期借款	4,180	4,180	4,180	4,180	EBITDA	12,139	14,697	18,129	21,363
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.36	28.80	28.30	27.50
租赁负债	324	324	324	324	归母净利率(%)	13.07	13.15	13.77	13.99
其他非流动负债	2,981	2,981	2,981	2,981	收入增长率(%)	79.47	16.02	21.42	18.53
负债合计	53,422	77,645	84,608	98,235	归母净利润增长率(%)	162.69	16.75	27.14	20.45
归属母公司股东权益	27,705	38,726	52,737	69,614					
少数股东权益	1,749	1,974	2,260	2,605					
所有者权益合计	29,454	40,700	54,997	72,218					
负债和股东权益	82,877	118,345	139,605	170,453					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,982	11,411	6,735	16,214	每股净资产(元)	18.65	26.08	35.51	46.87
投资活动现金流	(3,821)	(2,900)	(2,389)	(2,339)	最新发行在外股份(百万股)	2,073	2,073	2,073	2,073
筹资活动现金流	3,280	958	984	1,548	ROIC(%)	29.73	26.69	25.14	22.88
现金净增加额	6,465	9,469	5,330	15,423	ROE-摊薄(%)	34.07	28.46	26.57	24.24
折旧和摊销	678	782	878	975	资产负债率(%)	64.46	65.61	60.60	57.63
资本开支	(2,743)	(1,922)	(1,914)	(1,918)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.96	12.81	10.08	8.37
营运资本变动	(4,682)	(1,730)	(9,393)	(2,733)	P/B (现价)	3.65	2.61	1.92	1.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>