

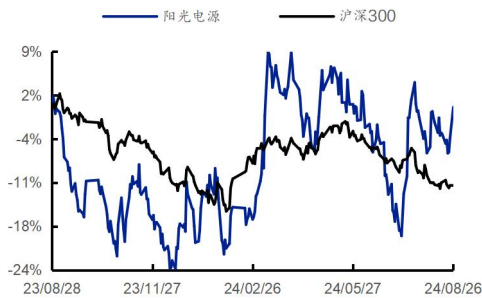
研究所：

证券分析师：李航 S0350521120006
lih11@ghzq.com.cn

光储龙头强韧性，2024H1 储能毛利率同比高增

——阳光电源（300274）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/26

表现	1M	3M	12M
阳光电源	1.5%	-0.4%	2.6%
沪深300	-2.5%	-7.7%	-10.4%

市场数据

2024/08/26

当前价格(元)	71.44
52周价格区间(元)	56.38-112.77
总市值(百万)	148,110.22
流通市值(百万)	113,589.68
总股本(万股)	207,321.14
流通股本(万股)	159,000.11
日均成交额(百万)	1,964.01
近一月换手(%)	1.11

相关报告

《阳光电源（300274）点评报告：2023Q1 业绩超预期，光储风氢业务全面向好（买入）*光伏设备* 邱迪，李航》——2023-04-26

事件：

阳光电源 2024 年 8 月 23 日发布 2024 年半年度报告：2024H1，公司实现营收 310.2 亿元，同比+8.4%；归母净利润 49.6 亿元，同比+13.9%；扣非归母净利润 48.8 亿元，同比+14.0%；销售毛利率 32.4%，同比+3.0pct；销售净利率 16.3%，同比+0.9pct。

单季度看，2024Q2，营收 184.1 亿元，环比+45.9%，同比+14.7%；归母净利润 28.6 亿元，环比+36.6%，同比+0.6%；扣非归母净利润 28.0 亿元，环比+34.4%，同比-0.9%；销售毛利率 29.5%，环比-7.2pct，同比-1.0pct；销售净利率 16.0%，环比-0.7pct，同比-2.0pct。

投资要点：

■ **光储龙头强韧性，2024H1 储能毛利率同比高增。**2024 年上半年公司光伏逆变器及新能源投资开发业务实现营收稳步增长，储能业务毛利率同比大幅提升。分业务看，2024H1，公司实现光伏逆变器等电力电子转换设备营收 130.9 亿元，同比+12.6%，收入占比 42.2%，毛利率 37.6%，毛利率同比+1.7pct；储能系统营收 78.2 亿元，同比-8.3%，收入占比 25.2%，毛利率 40.1%，毛利率同比+12.6pct；新能源投资开发营收 89.5 亿元，同比+18.5%，收入占比 28.9%，毛利率 16.9%，毛利率同比+5.4pct。

■ **储能新品发布带动国内市场积极出货。**2024 年上半年公司积极投入研发，2024H1 研发费用率同比+1.12pct。在储能系统领域，公司在全球范围内首发配置 314Ah 大容量电芯和嵌入式 PCS 的 10MWh “交直流一体”全液冷储能系统 PowerTitan2.0 和工商业液冷储能系统 PowerStack200CS，带动上半年公司国内市场积极出货。具体来看，PowerTitan2.0 目前已应用于泰州海陵 200MW/400MWh 独立储能电站、昆山龙腾特钢用户侧储能电站、山东台阳电网侧储能电站等项目；PowerStack200CS 在冶金铝业、纺织业、大交通等领域广泛落地。分地区看，2024H1，海外收入 134.8 亿元，收入同比-12.7%，收入占比 43.4%；国内收入 175.4 亿元，收入同比+33.0%，收入占比 56.6%，收入占比同比+10.5pct，国内市场贡献营收占比同比有所提升。

- **光储双轮驱动，海外市场持续发力。**1) 光伏逆变器领域，2024H1，公司加码布局欧洲、美洲、澳洲市场，并针对欧洲乃至全球各地快速发展的阳台光伏和家庭绿电应用场景，推出首款微型逆变器系列；2) 储能系统领域，公司持续在欧洲、美洲、中东等海外市场强化风光储的深度融合布局。2024年上半年，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，上述订单的签订或有望为 2024H2 以及后续的出货情况提供良好支撑。
- **盈利预测和投资评级：**美联储降息升温及 2026 年储能电池加征关税带来的抢装预期或有望在一定程度上刺激大储需求提升。公司为全球光储龙头企业，国内外市场并举发力，我们预计 2024-2026 年公司有望实现营业收入 881/1072/1289 亿元，同比增速分别为+22%、+22%、+20%；归母净利润为 115/130/145 亿元，同比增速分别为+22%、+14%、+12%，当前股价对应 PE 分别为 13X、11X、10X；首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**光伏逆变器及储能系统行业竞争加剧风险；芯片等持续短缺导致公司出货不及预期风险；海外市场进展不及预期风险；原材料价格波动风险；国际宏观波动风险；国际贸易政策变化风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	72251	88124	107199	128872
增长率(%)	79	22	22	20
归母净利润（百万元）	9440	11470	12992	14534
增长率(%)	163	22	13	12
摊薄每股收益（元）	4.55	5.53	6.27	7.01
ROE(%)	34	31	27	24
P/E	13.77	12.91	11.40	10.19
P/B	4.70	3.98	3.08	2.46
P/S	1.80	1.68	1.38	1.15
EV/EBITDA	9.94	8.46	7.44	7.18

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：阳光电源盈利预测表

证券代码：	300274				股价：	71.44				投资评级：	买入				日期：	2024/08/26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	34%	31%	27%	24%	EPS	6.36	5.53	6.27	7.01										
毛利率	30%	29%	28%	27%	BVPS	18.65	17.97	23.17	29.03										
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值														
销售净利率	13%	13%	12%	11%	P/E	13.77	12.91	11.40	10.19										
成长能力					P/B	4.70	3.98	3.08	2.46										
收入增长率	79%	22%	22%	20%	P/S	1.80	1.68	1.38	1.15										
利润增长率	163%	22%	13%	12%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.00	0.88	0.89	0.90	营业收入	72251	88124	107199	128872										
应收账款周转率	4.14	3.74	3.84	3.27	营业成本	50318	62196	76890	93466										
存货周转率	2.48	2.35	2.36	2.39	营业税金及附加	324	352	441	533										
偿债能力					销售费用	5167	6036	7290	8506										
资产负债率	64%	66%	60%	61%	管理费用	873	1454	1844	2268										
流动比	1.51	1.45	1.61	1.58	财务费用	21	-17	-260	-295										
速动比	0.96	0.93	1.02	1.01	其他费用/(-收入)	2447	4221	5253	6701										
					营业利润	11466	13633	15463	17346										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-6	0	0	0										
现金及现金等价物	20103	32186	33521	22514	利润总额	11460	13633	15463	17346										
应收款项	21791	28704	30990	62084	所得税费用	1851	1810	2132	2430										
存货净额	21442	31557	33533	44565	净利润	9609	11823	13331	14916										
其他流动资产	5948	9500	9700	12595	少数股东损益	169	353	339	382										
流动资产合计	69284	101948	107744	141758	归属于母公司净利润	9440	11470	12992	14534										
固定资产	6438	7305	8138	8920															
在建工程	1686	2207	2761	3294	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	5029	5336	5629	5917	经营活动现金流	6982	16888	6395	-5661										
长期股权投资	440	440	440	440	净利润	9440	11470	12992	14534										
资产总计	82877	117236	124712	160330	少数股东损益	169	353	339	382										
短期借款	2793	2793	2793	2793	折旧摊销	678	792	915	1044										
应付款项	28486	51456	44106	63379	公允价值变动	-36	0	0	0										
合同负债	6565	7590	9634	11689	营运资金变动	-4682	3409	-8803	-22707										
其他流动负债	8093	8558	10209	11983	投资活动现金流	-3821	-2037	-2061	-2294										
流动负债合计	45937	70396	66742	89844	资本支出	-2743	-2512	-2624	-2679										
长期借款及应付债券	4180	4180	4180	4180	长期投资	-1178	483	435	282										
其他长期负债	3305	3305	3305	3305	其他	100	-9	129	103										
长期负债合计	7485	7485	7485	7485	筹资活动现金流	3280	-2285	-2565	-2770										
负债合计	53422	77882	74227	97329	债务融资	3289	-9	-13	-18										
股本	1485	2073	2073	2073	权益融资	1013	0	0	0										
股东权益	29454	39354	50485	63000	其它	-1022	-2276	-2552	-2752										
负债和股东权益总计	82877	117236	124712	160330	现金净增加额	6465	12567	1770	-10725										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，电新研究助理，华中科技大学博士，电气工程专业，4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖电气设备等方向。

李铭全，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖低空经济、机器人等方向。

张克元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。