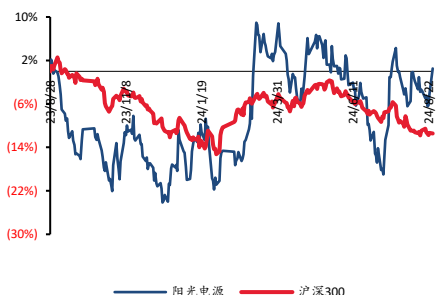


阳光电源 2024 年中报点评：光储盈利提升，业绩行稳致远

走势比较



股票数据

总股本/流通股(亿股)	20.73/20.73
总市值/流通(亿元)	1,481.1/1,481.1
12 个月内最高/最低价(元)	112.77/56.38

相关研究报告

<<阳光电源 2023 年报及 2024 一季报点评：业绩稳健增长，龙头地位稳固>>--2024-05-15

<<光储龙头强势向上，打造风光储电氢“全能”集成商>>--2022-08-27

<<阳光电源(300274)年报及一季报点评——光伏逆变器依旧领先，储能风电业务高速增长>>--2021-04-29

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：刘淞

电话：

E-MAIL: liusong@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523030002

事件：公司发布 2024 年中报

阳光电源发布 2024 年半年报，收入符合预期，利润超预期：

2024H1 实现营收 310.2 亿，yoy+8.4%；归母净利润 49.6 亿，yoy+13.9%；扣非净利润 48.8 亿，yoy+14%。其中 2024Q2 营收 184.1 亿，yoy+14.7%，qoq+45.9%；归母净利润 28.6 亿，yoy+0.6%，qoq-2.1%；扣非净利润 28 亿，yoy-0.9%，qoq+34.4%。

利润率方面，2024H1 毛利率/净利率分别为 32.4%/16.3%（将 2023H1 质保金调整计入营业成本），同比+5.4pct/+0.9pct。主要系公司规模效应、产品创新、项目管理能力提升等所致。

费用率方面，业务规模拓展带来费用率上涨（将 2023H1 质保金调整计入营业成本），2024H1 期间费用率为 12.8%，同比+4.6pct，其中销售、管理、研发费用率分别为 5.7%、1.7%、4.8%，同比+1.3、+0.4、+1.1pct。主要系本期业务规模增长带来职工薪酬、股权激励成本及相关费用增加所致。同时，2024H1 财务费用为 1.9 亿，对应 2023H1 财务费用为-3.1 亿，预计主要系 2023H1 外汇升值，公司实现汇兑收益 3-4 亿所致。

经营性净现金流，2024H1 为-26 亿，较去年同期减少了 74 亿。预计主要因素系汇算清缴企业所得税、大储项目增加带来存货增多以及人员成本和业务费用支付增加等。

逆变器业务，收入随行业稳步增长，毛利率有序增长：

2024H1 光伏逆变器收入 131 亿，yoy+12.6%；毛利率 37.6%，同比+1.7pct。主要系规模效应及产品创新所致，预计公司逆变器毛利率未来有望保持稳定。

2024H1，公司逆变器加大研发投入。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；发布工商业逆变器新品 SG150CX-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。

储能系统业务，发货快速增长，毛利率受原材料价格下跌影响大幅提升：

2024H1 储能系统收入 78 亿，yoy-8.3%；毛利率 40.1%，同比+12.6pct，主要系电芯等原材料价格下降导致公司收入下降，但是电芯和系统价格之间存在传导时滞，导致毛利率提升。预计公司储能系统毛利率未来稳中有降。

2024H1，储能新品广泛应用，包括公司全球首发的 10MWh“交直流一体”全液冷储能系统 PowerTitan2.0 及工商业液冷储能系统 PowerStack200CS。储能项目加速落地，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，

新能源投资开发业务，毛利率大幅提升：

2024H1，新能源投资开发业务收入 89.5 亿，yoy+18.5%。毛利率 16.9%，同比+5.4pct。主要系公司项目管理能力增强，优质的地面电站和风电项目占比提升，叠加组件价格下降所致。预计未来毛利率有望保持稳定。2024H1 共计出售的分布式电站约 2.39GW，平均交易不含税价格约 3.16 元/W。

风电变流器，技术研发推动新品持续发力：

2024H1，公司海上 26MW 全功率风电变流器样机下线，海上 18MW 全功率风电变流器实现批量发货。16MW 双馈风电变流器样机下线，10MW 双馈风电变流器实现多个整机厂商批量发货。

分市场看，2024H1 国内收入占比快速提升，海外收入或重点于 2024H2 确认：

2024H1 国内收入 175.4 亿，yoy+33%，收入占比 56.6%；海外收入 134.8 亿，yoy-12.7%，收入占比 43.4%。预计海外大部分业务集中在下半年，全年来看预计占比比较均衡。

盈利预测与投资建议：

公司作为全球光储行业龙头，国内市场沉淀深厚，海外逆变器+储能业务优势明显，有望充分受益行业需求持续增长。规模优势和产品创新带来溢价是公司长期护城河。预计公司 2024-2026 年收入为 873.2/1061.6/1226.2 亿元，同比+14.5%/15.9%/11.9%；归母净利润为 108.1/125.3/140.3 亿元，同比+14.5%/15.9%/11.9%，当前股价对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业增长不及预期，原材料价格压力

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	72,251	87,319	106,158	122,620
营业收入增长率(%)	79.47%	20.86%	21.57%	15.51%
归母净利（百万元）	9,440	10,809	12,532	14,025
净利润增长率(%)	162.69%	14.51%	15.93%	11.92%
摊薄每股收益（元）	6.36	5.21	6.04	6.76
市盈率（PE）	13.77	13.70	11.82	10.56

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,667	18,031	38,524	51,382	65,776
应收和预付款项	15,274	22,334	0	0	0
存货	19,060	21,442	0	0	0
其他流动资产	5,993	7,478	3,287	3,287	3,287
流动资产合计	51,994	69,284	41,811	54,669	69,063
长期股权投资	228	440	440	440	440
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	4,544	6,438	6,438	6,438	6,438
在建工程	1,189	1,686	1,686	1,686	1,686
无形资产开发支出	340	732	732	732	732
长期待摊费用	99	89	89	89	89
其他非流动资产	55,228	73,491	46,521	59,379	73,773
资产总计	61,627	82,877	55,906	68,765	83,158
短期借款	1,422	2,793	2,793	2,793	2,793
应付和预收款项	25,926	28,486	0	0	0
长期借款	4,162	4,180	4,180	4,180	4,180
其他负债	10,379	17,963	9,698	9,698	9,698
负债合计	41,889	53,422	16,670	16,670	16,670
股本	1,485	1,485	2,073	2,073	2,073
资本公积	7,053	7,606	7,146	7,146	7,146
留存收益	10,680	19,795	29,190	41,722	55,747
归母公司股东权益	18,667	27,705	37,154	49,685	63,711
少数股东权益	1,071	1,749	2,082	2,409	2,777
股东权益合计	19,738	29,454	39,236	52,094	66,488
负债和股东权益	61,627	82,877	55,906	68,765	83,158

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,210	6,982	18,071	12,615	14,088
投资性现金流	346	-3,821	98	243	306
融资性现金流	1,747	3,280	2,319	0	0
现金增加额	3,242	6,465	20,493	12,858	14,394

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40,257	72,251	87,319	106,158	122,620
营业成本	30,376	50,318	63,817	78,271	91,011
营业税金及附加	143	324	349	434	506
销售费用	3,169	5,167	6,368	7,794	8,944
管理费用	612	873	1,266	1,467	1,687
财务费用	-477	21	0	0	0
资产减值损失	-375	-1,301	0	0	0
投资收益	40	97	302	248	312
公允价值变动	-30	36	0	0	0
营业利润	4,141	11,466	12,847	14,915	16,739
其他非经营损益	-7	-6	0	0	0
利润总额	4,134	11,460	12,847	14,915	16,739
所得税	438	1,851	1,705	2,057	2,345
净利润	3,696	9,609	11,142	12,858	14,394
少数股东损益	102	169	333	327	368
归母股东净利润	3,593	9,440	10,809	12,532	14,025

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	24.55%	30.36%	26.92%	26.27%	25.78%
销售净利率	8.93%	13.07%	12.38%	11.80%	11.44%
销售收入增长率	66.79%	79.47%	20.86%	21.57%	15.51%
EBIT 增长率	104.08%	212.72%	12.10%	16.09%	12.23%
净利润增长率	127.04%	162.69%	14.51%	15.93%	11.92%
ROE	19.25%	34.07%	29.09%	25.22%	22.01%
ROA	5.83%	11.39%	19.33%	18.22%	16.87%
ROIC	12.33%	25.23%	23.02%	20.99%	19.03%
EPS (X)	2.42	6.36	5.21	6.04	6.76
PE (X)	46.20	13.77	13.70	11.82	10.56
PB (X)	8.89	4.70	3.99	2.98	2.32
PS (X)	4.12	1.80	1.70	1.40	1.21
EV/EBITDA (X)	39.01	9.94	9.24	7.10	5.47

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。